

2011년 04월 15일

SKC(011790)

HOLD

예상치 못한 급등, Fundamental 믿고 기다리자

V 고부가가치 제품으로 믹스 변화. 영업이익 폭발의 시작!

SKC는 2010년을 기점으로 고부가가치 제품 위주로 사업을 진행하고 있다. 화학사업부에서는 Rigid PPG, 필름사업부에서는 태양광용 필름, 광학용 필름 위주로 주력 제품이 변화하고 있다. 이들은 일반 산업용 제품들에 비해서 영업이익률이 높으며, 시장의 성장성도 높다. 이처럼 고부가가치 제품 중심의 믹스 변화로 2010년 SKC의 영업이익은 전년대비 26% 증가하였다. 증가하는 고부가가치 제품 수요에 맞춰 2011년과 2012년에 관련 Capa가 증설됨에 따라 이러한 영업이익 증가 추세는 더욱 가속화 될 것이다.

V 자회사들의 실적개선. 순이익도 터졌다!

2010년 SKC는 매각한 SK 해운의 지분법 손실 200억을 포함하고도 다른 자회사들의 뚜렷한 실적 개선으로 지분법이익이 464억이나 증가하였다. 그 결과 순이익률은 전년대비 무려 10배 증가하였다. 2010년 SKC Haas, SK 텔레시스가 흑자전환 하였고 SKC Inc, SKC 솔믹스, SKC Kolon PI 등 알짜배기 자회사들의 실적 호조는 당분간 지속될 것이라 예상된다. 때문에 2010년에 터진 SKC의 순이익의 상승 기조는 앞으로도 일정 수준으로 유지될 것이라 판단된다.

V 일본 대지진 후 급격한 주가 상승, 중요한 것은 펀더멘탈!

SKC의 주가는 일본 업체들의 공급 차질로 인한 반사이익에 대한 기대감으로 급격하게 상승했다. 또한 최근 3일 사이 14%나 상승했기 때문에 우선은 홀드를 제시한다. 하지만 중요한 것은 SKC 자체의 경쟁력이다. SKC는 안팎의 체질 개선으로 굳건한 펀더멘탈을 갖췄기 때문에 만약, 이슈의 소멸로 주가가 하락할 경우 절호의 매수 타이밍으로 봐도 무방하다.

적정주가:
63,305원
현재주가:
59,500원 (04/15 기준)
상승여력: 6.4%

시가총액	21,548억원
ROE	13.8%
ROA	7.0%
영업이익률	11.5%
배당수익률	0.71%
P/E Ratio	16.50
P/B Ratio	2.10

주요주주:
에스케이(주)(외7인):
46.90%
국민연금관리공단: 6.36%



SMIC 리서치 4팀
팀장 한소은
팀원 조주현
박은경
채장진

I. SKC?

SKC라는 회사

SKC는 1973년 선경석유주식회사라는 이름으로 설립되어 국내 최초, 세계에서는 5번째로 개발한 PET 필름을 바탕으로 관련 화학 제품을 생산하며 성장해왔다. 2000년대에 들어와 SK텔레텍과 제휴하여 SKY단말기 제조 분야에 진출하며 사업다각화를 추진하였으나, 2007년에 상당한 비중을 차지하던 디스플레이 부문과 분할하는 등 구조조정을 단행하였고 그 결과 현재는 순수화학 및 소재화학 부문에 집중하고 있는 상황이다.

SKC의 주력제품

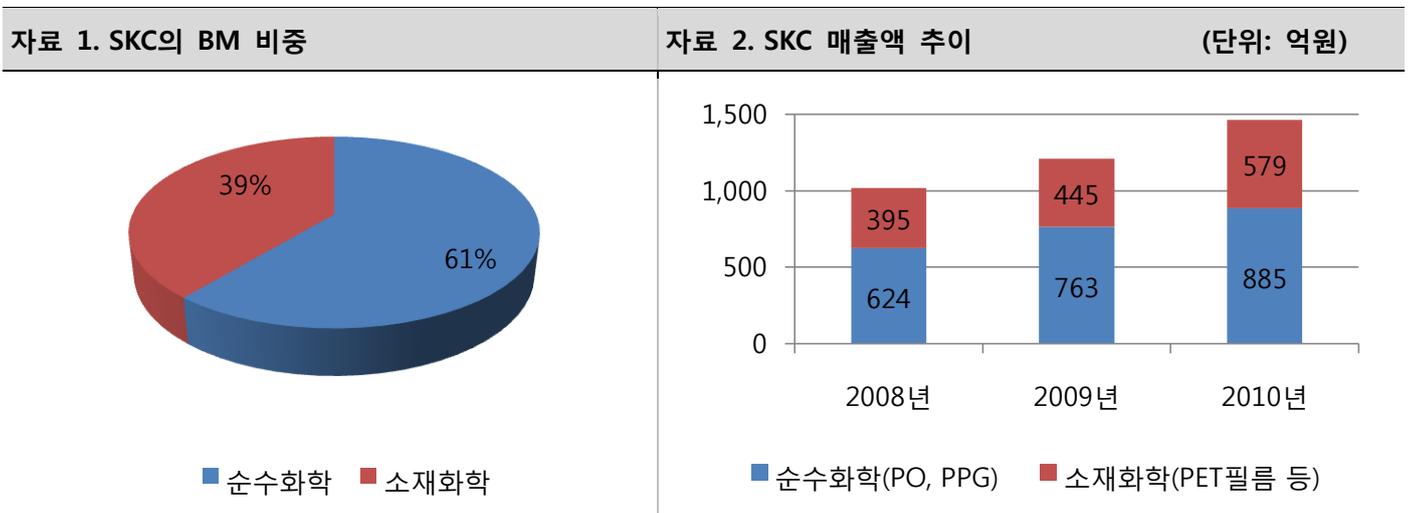
SKC의 주력 제품은 PO 및 유도품(PPG 등), PET필름으로 이 중 PO제품을 국내에서 독점 생산하며 점유율 70% 가량을 확보하고 있고 PET필름 중 태양광필름에서 30%, 광학용필름 부문에서 24%로 세계 1위의 점유율을 확보 중이다.

1) PO + PPG

PO(Propylene Oxide)의 원재료는 프로필렌과 과산화수소로 이 중 프로필렌은 계열사인 SK에너지로부터, 과산화수소는 자회사인 EDPK로부터 구입해오고 있다. PO의 상당부분(60%)은 PPG(Polypropylene Glycol) 제조에 사용되는데 PPG는 자동차 내장재, 침구류, 가전제품 단열재 등 다양한 용도로 활용되고 있다. SKC는 PO를 KPX케미칼, 금호석유 등에 판매하고, PPG를 직접 생산하여 판매도 하고 있다.

2) 필름

필름 산업은 PET필름을 주로 생산하고 있으며, 이를 위한 원재료인 TPA, EG, EVA레진 등을 SK유화, 호남석유, 한화케미칼 등으로부터 구입해오고 있다. SKC의 필름산업은 태양광 필름과 광학용 필름의 성장과 함께 매출 증대를 이루고 있는데 이는 전방 산업인 태양광 산업과 LCD시장이 꾸준한 성장에 기인한다. 이러한 필름 제품군을 울촌화학, 현대중공업, 샤프 등의 기업에 공급하고 있다. 그 외에도 SKC는 현재 태양광용 필름 3종(EVA시트, 불소필름, PET필름)을 함께 생산할 수 있는 유일한 기업으로 이러한 경쟁력을 바탕으로 향후 성장이 기대되고 있다.



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

화학산업의 특징

화학산업의 가장 큰 특징은 초기투자비용이 크게 들어가는 전형적인 '규모의 경제'산업이며 다양한 전방산업을 가진 기간산업에 해당된다. 이에 따라 신규 기업이 함부로 진입하기 어려운 상황에서 소수의 기업이 특정 화학제품을 과점하는 형태가 일반적이다. SKC의 경우도 마찬가지로 PO제품을 국내에서 독점생산하고 있다.

화학기업의 중요한 Factor 는 스프레드!

이러한 화학산업에 속한 기업을 볼 때 중요한 요소는 스프레드이다. 대규모로 생산되는 화학제품들의 수익성을 전반적으로 살펴볼 수 있는 스프레드에 영향을 미치는 요소는 원재료(주로 유가), 수급 상황, 경기 전반, 환율 등을 꼽을 수 있다.

!!! Research Team 4가 SKC에 주목한 이유? !!!

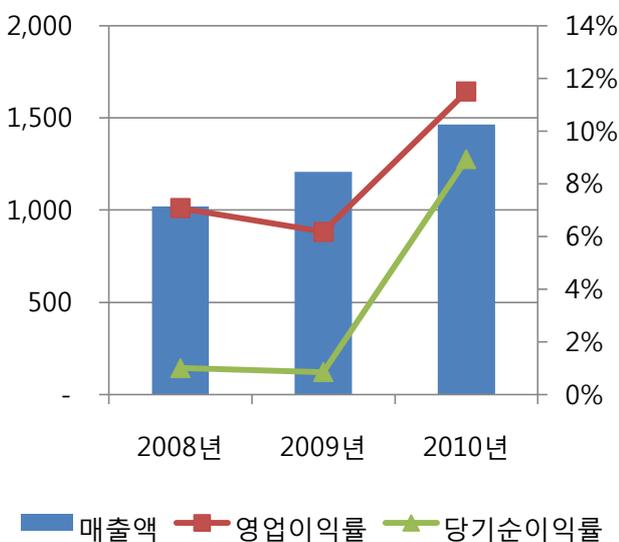
With 성장성, 안정성 하지만 영망인 수익성

SKC는 2007년 디스플레이부문과의 분할 이후 2010년까지 CAGR 20.2%로 매출액이 꾸준히 상승해왔다. 글로벌 경기침체라는 화학산업의 악재를 감안했을 때 이는 아주 견조한 실적이다. 게다가 부채비율과 순차입금비율도 꾸준히 하락하며 안정성까지 갖추어 나가는 모습이다. 하지만 그럼에도 불구하고 SKC는 2009년까지 영업이익률이 6~7%, 당기순이익률은 1%에 불과할 정도로 수익성 악화에 허덕여왔다. 덩치만 컸지, 실속이 없는 기업에 불과한 것이다.

2010년 수익 폭발! 이것은 단발성 이슈에 불과한가?

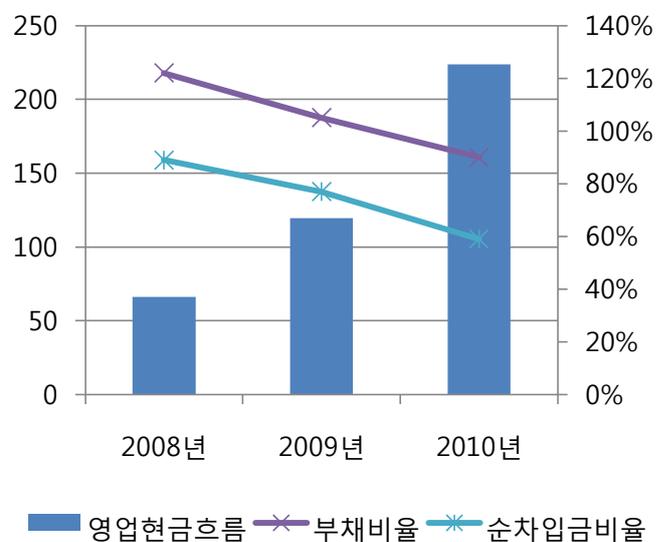
그런데 SKC는 2010년에 영업이익률 11%, 당기순이익률 9%라는 전례 없이 높은 수익성 개선을 보여주며 영업현금흐름이 크게 호전되었다. SKC처럼 매출이 1조 4천억에 달하는 기업에게 이러한 수익성 변화는 놀라운 실적 개선이라 할 만하다. SKC에 어떤 변화가 일어난 것일까? 이는 일시적 이슈에 의한 것인가 아니면 SKC의 fundamental이 변하고 있는 것일까? 이를 본격적으로 투자포인트를 통해 살펴보자.

자료 3. SKC의 수익성 변화 (단위: 백만원)



출처: 사업보고서

자료 4. 영업현금흐름 및 안정성 비율 (단위: 백만원)



출처: 사업보고서 & IR자료

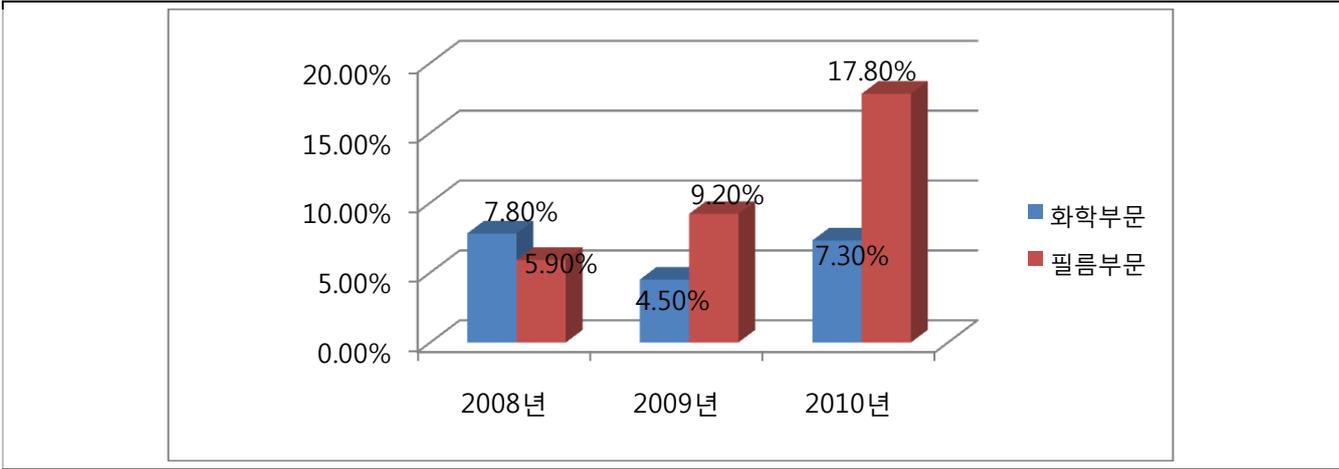
II. 투자포인트 1- 필름부문 쑥쑥 자란다.

마진 높은 필름부문

고부가가치의 필름
부문!

SKC의 사업부문 별 매출액과 손익을 보면 필름부문이 영업이익률이 더 높다. 특히 지난해는 필름 업황이 호조를 이루는 가운데 필름부문의 영업이익률이 화학부문의 두 배 이상을 넘어섰다. 즉 필름부문이 상대적으로 더 고부가가치 부문에 해당함을 알 수 있다.

자료5. 사업부문별 영업이익률



출처: SKC

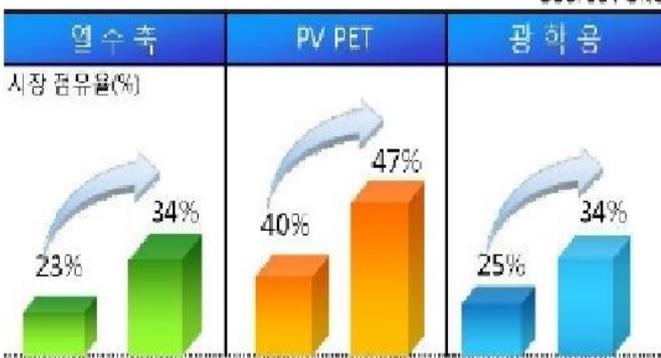
Specialty Film에 주력
하는 SKC

따라서 SKC는 최근들어 이익률이 더 높은 Specialty Film 위주의 포트폴리오 구성을 통하여 지속적인 성과를 올리려 하고 있다. 실제로 필름 부문 사업에 더욱 주력한 결과 지난 3년간 SKC의 영업이익률은 꾸준히 상승하고 있다.

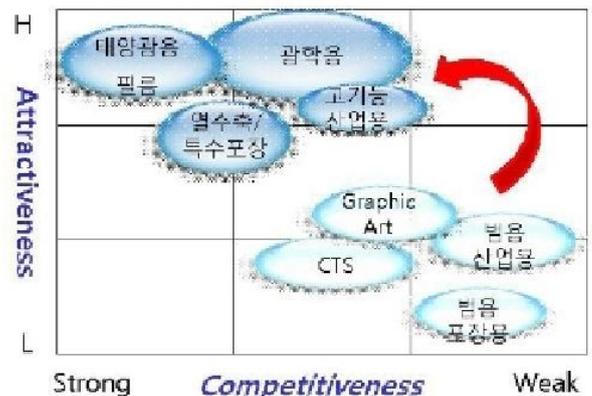
자료 6. Specialty Film 업계 1위 자료7. 고부가가치 필름 중심 전략

선제적 증설(6만톤)을 통한 시장점유율 확대

*Source: SKC

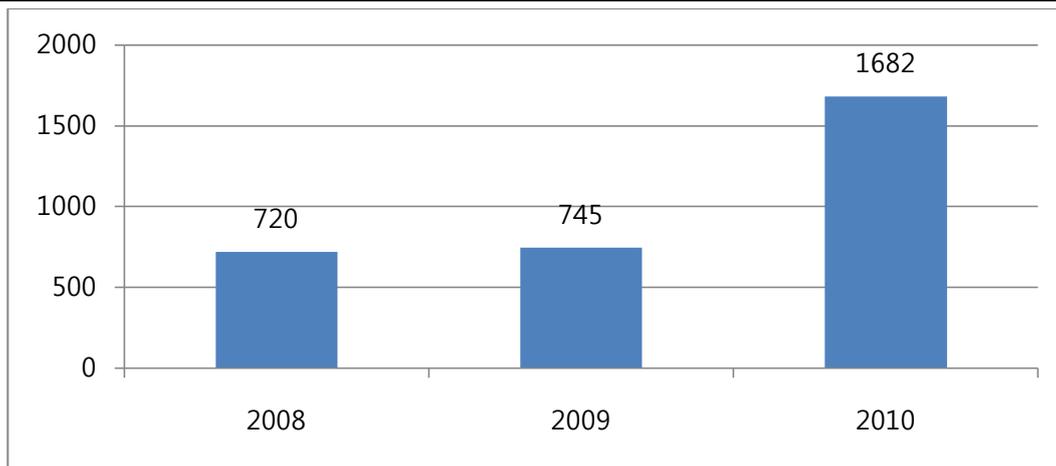


High-end 제품 확대



출처 : SKC IR

자료 8. 연간 영업이익 추세 (단위: 억원)



출처: 사업보고서

고부가가치의 핵심: 태양전지용 필름과 광학용 필름

특히 태양전지용 필름
과 광학용 필름은 고
마진 제품!

특히 필름 부문에서도 핵심을 이루는 것은 태양전지용 필름과 광학용 필름이다. 태양전지용 필름의 경우 2010년 매출액 비중은 15%, OPM은 약 20%이다. 한편 광학용 필름은 매출액 비중은 28%, OPM은 약 15%이다. 즉 이들은 필름 사업의 핵심적인 고마진 부문에 해당한다. 그러므로 SKC의 태양전지용 필름과 광학용 필름 사업 현황과 향후 성장성에 초점을 맞추어 알아보겠다.

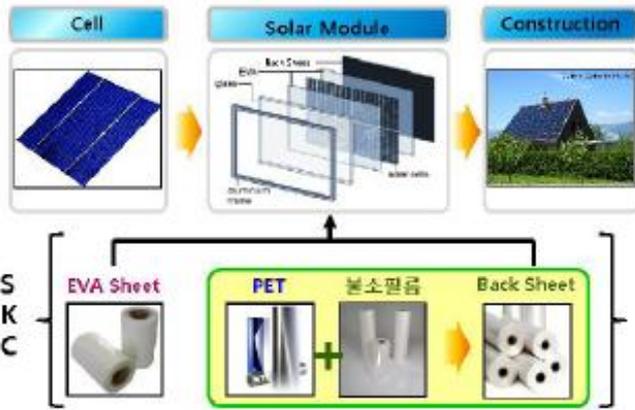
1.1. 태양광용 필름 부문 집중!

SKC 태양광용 필름 부
문 현황

SKC는 2010년 PV PET필름(태양광용 PET필름) 시장에서 Global Market Share 30%를 달성하며 이 부문에서 세계 1위를 기록하였다. 실제로 2009년 1.5만 톤이었던 PV PET필름의 생산량은 2010년 2.7만 톤으로 증대되었다.

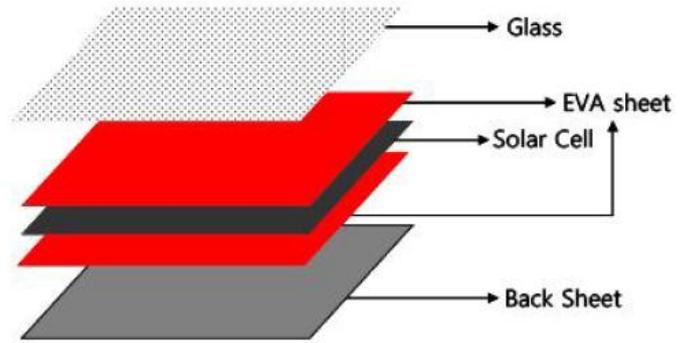
또한, PV PET필름과 마찬가지로 태양광용 모듈에 사용되는 EVA Sheet을 2010년 7월부터 상업화하여 생산 중이며, 2011년부터는 본격적으로 불소필름도 상업화하여 판매하게 되었다. PV PET필름과 불소필름은 Back Sheet을 구성하고, 이는 EVA Sheet과 접착하게 된다. Back Sheet은 태양광 후면을 보호하는 필름이며, EVA Sheet은 태양광모듈 안에서 접착제 역할을 하는 동시에 셀을 보호하는 역할을 한다.

자료 10. 태양광부분 SKC 사업분야



출처: IR자료

자료 11. 태양광시트 구성 개요



출처: 한국에너지기술연구원

1.1.1 Capa증설을 통한 매출 증대

대규모 Capa증설

EVA Sheet, PV PET, 불소필름 등 태양광용 필름설비 대량 증설

SKC에서는 2011년 태양광용 필름의 Capa를 증설할 계획이다. EVA Sheet의 경우는 2011년 10월 1일 1.8만 톤 규모의 시설 증설이 있을 계획이며 PET필름의 경우, 2012년 2개의 라인이 추가 증설될 것이다. 이 때, PET필름 부문의 증설은 태양광용과 광학용의 목적으로 이루어지며, 이 중에서 약 2만 톤 규모의 증설은 태양광용 PET필름 생산을 위한 설비 증설로 예상된다. 불소필름의 경우는 2010년 1,500톤 규모의 시설이 증설되었고, 2011년 2분기부터 본격적으로 상업화되어 판매될 예정이다. 또한 2012년까지 추가적으로 2,500톤 규모의 설비를 증설하여서 총 4,000톤 규모의 설비 확보를 목표로 하고 있다. 이러한 설비 증설을 통해서 SKC는 2012년 중반에는 불소필름 부문에서 DuPont사에 이어 세계시장점유율 2위를 기록할 것으로 예상된다.

자료 12. SKC 태양광용 필름 Capa 증설계획

제품	증설 Capa/년	증설시기
PV PET	2.0만 톤	'12년 말
EVA Sheet	1.8만 톤	'11년 2Q
불소필름	2,500톤	'12년 말

출처: 사업보고서

Capa증설로 매출액 급증할 것!

EVA Sheet

Capa증설로 EVA Sheet의 경우 매출액 1,077억 원, 영업이익 215억 원 증가 예상

EVA Sheet의 경우 앞에서 살펴본 것과 같이 1.8만 톤 규모의 설비가 증설될 것이다. 이를 매출액으로 환산하면 약 1.1억 달러에 달한다.(6\$/KG) 원달러 환율 1,100원을 적용해 보면 약 1,210억 원이다. 앞으로도 EVA Sheet의 수급이 계속 타이트할 것으로 전망되기 때문에 역시 수급이 타이트하였던 2010년의 공장가동률 89%를 적용하여서 계산하는 것이 합리적일 것이다. 이 때, SKC가 설비증설을 통해서 달성할 수 있는 매출액은 약 1,077억 원이다. EVA Sheet의 영업이익률은 20%로 추정되기 때문에 영업이익은 약 215억 원 증대될 수 있다.

Back Sheet

Back Sheet의 경우 매출액 441억 원, 영업이익 88억 원 증가 예상

태양광용 Back Sheet의 경우에는 2011년에 500만m²에 달하는 생산시설을 갖출 계획이다. Back Sheet은 불소필름이 포함된 경우와 포함되지 않은 경우 가격에서 차이가 있는데, 불소필름이 포함된 경우 내구성 등에서 우위를 나타내기 때문에 더 비싼 가격에 거래된다. 실제 가격은 각각 9\$/m², 7\$/m² 수준이다. SKC에서는 불소필름이 함유된 Back Sheet을 만들게 된다. 이를 계산해보면 새로운 Back Sheet생산으로 인해서 얻을 수 있는 매출액 규모는 4,500만\$ 수준이다. 이를 원달러 환율 1,100원을 적용해서 환산하면 약 495억 원이 된다. 이 경우에도 공장가동률을 2010년 수준인 89%로 가정한다면, 441억 원이 된다. Back Sheet의 경우 영업이익률은 약 20%로 추정되기 때문에 영업이익은 약 88억 원 정도 증대될 것으로 예상된다.

자료 13. EVA Sheet, Back Sheet 매출액 및 영업이익 전망

	증설	가격	매출액(\$)	매출액(₩)	공장가동률적용(89%)	예상영업이익
EVA Sheet	1.8만 톤	6\$/KG	약 1.1억	1,210억	1,077억	215억
Back Sheet	500만m ²	9\$/m ²	약 4,500만	495억	441억	88억

출처: 사업보고서, 업계자료, SMIC Research Team 4

PV PET필름

PV PET필름의 경우에는 매출액 1,068억 원, 영업이익 214억 원 증가 예상

PV PET필름의 경우에는 2012년 PET필름부문에서 2개의 생산라인이 증설되며, 이로 인해서 약 2만 톤 규모의 생산능력이 증대될 것으로 예상된다. 이로 인한 연간 매출액 증대가 총 1,200억 원 정도 발생할 것으로 예상하고 있으며, 이 경우에도 공장가동률 89%를 가정한다면 1,068억 원의 매출액 증대가 전망된다. PV PET필름의 경우 영업이익률은 20%내외로 추정되고 있기 때문에 영업이익은 약 214억 원 증가할 것으로 예측할 수 있다.

물론 추가 생산되는 PV PET필름의 경우 생산량의 일정 부분은 앞에서 언급한 Back Sheet의 생산에 사용될 것이다. 하지만 Back Sheet의 영업이익률을 구할 때 PV PET필

름의 가격도 매출원가로 계산되었으며, 그것은 PV PET에서는 매출액에 반영되었다. 따라서 PV PET 필름이 Back Sheet의 생산에 이용되는 경우에도 PV PET의 매출액을 축소하는 등의 조정은 필요하지 않을 것으로 판단된다.

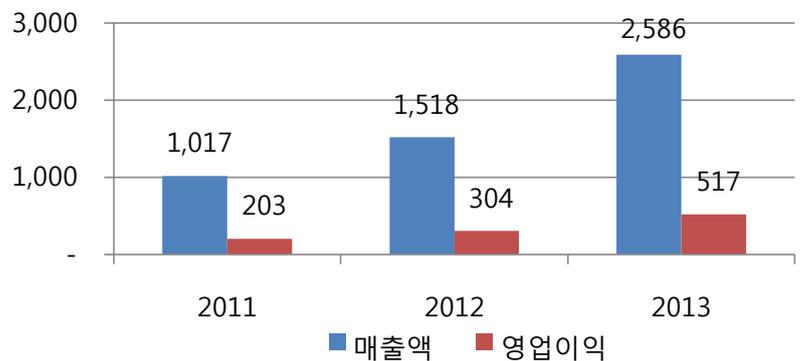
태양광용 필름 증설로 2010년 대비
 -2011년 1,017억 원
 -2012년 1,518억 원
 -2013년 2,586억 원
규모의 매출액증가 예상

종합해보면, 2011년에는 EVA Sheet과 Back Sheet의 설비 증설로 인한 매출액 증대가 기대된다. 실제 설비증설은 2011년 4월 완공 예정이다. 따라서 5월부터 가동된다는 가정하에 생각하면 매출액은 EVA Sheet에서 722억 원(=1,077 X 2/3), Back Sheet에서 295억 원(=441 X 2/3), 총 1,017억 원 증대될 것으로 전망되며, 영업이익은 약 203억 원 증대될 것이다. 2012년에는 1월부터 1년 내내 가동될 것이기 때문에 매출액에서 1,518억 원(=1,077+441), 영업이익은 304억 원 증대될 것으로 전망된다. 2012년 태양광용 필름의 Capa증설이 완공되고 나면, 2013년부터는 연간 매출액 약 2,586억 원, 영업이익 517억 원 증대를 기대할 수 있다.

자료 14. 태양광용필름별 OPM

분류별	추정 OPM
EVA Sheet	20%
PV PET 필름	20%
Back Sheet	20%

자료15. 태양광용필름 매출액 및 영업이익 증가분 예상 (단위: 억 원)



출처: 업계자료

출처: SMIC Research Team 4

1.1.2 경쟁우위 및 시장전망

앞에서와 같이 매출액 전망을 하기 위해서는 시장에 어느 정도 진입장벽이 존재하고 SKC가 태양광용 필름 시장에서 경쟁 우위를 갖고 있음을 보이는 것이 필요하다. 또한 현재의 공장가동률을 적용하기 위해서는 시장의 성장성과 수급이 타이트할 것임을 보이는 것 또한 중요하다.

EVA Sheet, Back Sheet 동시 생산으로 경쟁우위 확보

세계 최초로 EVA Sheet, Back Sheet 동시 생산을 통한 경쟁우위

SKC는 세계에서 최초로 PV PET 필름, EVA Sheet, Back Sheet을 동시에 생산하는 기업으로서, 이를 통해서 경쟁우위를 창출하고 있다. 실제로 태양광모듈 생산에서 불량률이 높은 부분은 EVA Sheet과 Back Sheet의 접합 부분이다. SKC는 EVA Sheet과 Back Sheet을 동시 생산을 함으로써 EVA Sheet과 Back Sheet 접합이 떨어지는 불량을 줄일 수 있게 되었다. 또한 태양광모듈을 만드는 업체에서 요구하는 속성을 맞추기도 용이하다는 장점이 있다.

진입장벽 높다

태양광용 필름의 경우는 기술적인 진입 장벽이 존재한다. 특히 EVA Sheet과 불소필름의 경우는 기술개발시간이 많이 필요하다. 이러한 기술개발시간뿐 아니라 제품 품질을 보증 받는 시간도 진입장벽으로 작용하고 있다.

진입장벽

-기술개발기간

-제품품질보증기간

EVA Sheet의 경우에는 제품의 내구성을 25년 이상 보장할 수 있어야 한다. 우리나라의 에너지관리공단 등과 같은 기관에서 이러한 내구성 테스트를 받게 되며, 모듈 1개당 6개월 정도의 기간이 소요된다. 전세계적으로 제품 보증을 받는 데에만 2년의 시간이 소모된다. 기술개발부터 계산하면 약 5년의 시간이 필요하다. 이러한 특성 때문에 먼저 진입한 기업은 다른 기업이 기술개발 및 품질 보증을 받는 동안 독점적 지위 및 새로운 기술개발 등의 혜택을 누릴 수 있다.

지금까지 살펴본 것과 같이 SKC는 PV PET필름, EVA Sheet, 불소필름의 동시 생산을 통해서 효율성을 높이고 있으며 기술적 진입장벽으로 인한 혜택도 보고 있다. 이러한 측면을 통해서 살펴볼 때, SKC는 태양광 필름 분야에서 좋은 성과를 나타낼 수 있을 것으로 보인다.

시장은 성장할 것

태양광모듈시장

연 22%성장 예상

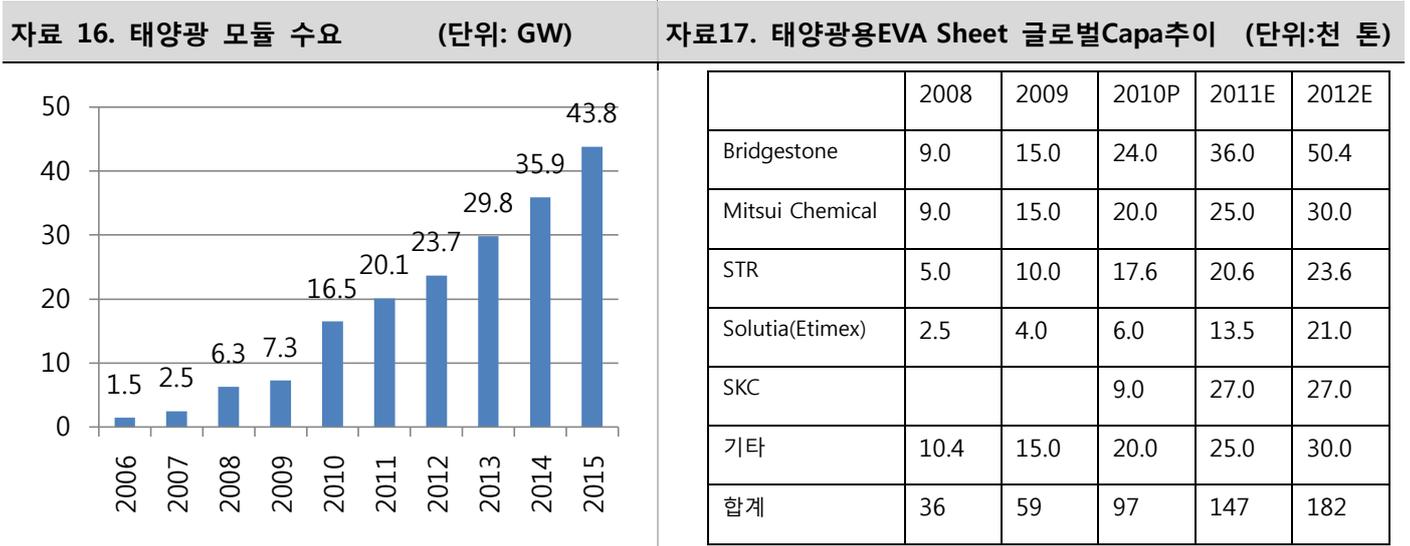
태양광모듈 시장은 지속적으로 성장할 것으로 보인다. Solar&Energy의 자료에 따르면 연간 태양광모듈의 수요는 2010년부터 2015년까지 22% 성장할 것으로 예측된다. 실제 다른 기관에서는 이것보다 높은 수치를 예상하고 있다. Displaybank에서는 45%, LG경제연구소에서는 28.3%, 한국수출입은행 해외연구소에서는 38%를 예상하고 있다. 우리는 Solar&Energy의 자료에 나타난 수치인 22%를 이용하였다. 22%라는 수치는 여러 예측치 중에서 낮은 편에 속하는 수치이기 때문에 보수적인 관점에서 판단해볼 때 무리가 없다고 생각된다.

수급은 타이트!

EVA Sheet

EVA Sheet의 수급은 계속 타이트할 것

태양광용 EVA Sheet 업체들의 전체적인 Capa와 태양광모듈 시장의 수요 전망을 통해서 앞으로 EVA Sheet의 수급현황을 분석해보면 타이트한 수급이 유지될 것이라고 예측된다. 수급을 분석할 때, EVA Sheet의 경우 태양광모듈 수요 1GW당 약 6,500톤이 필요로 된다는 점을 전제로 분석하였다.



출처: Solar&Energy

출처: 업계자료, Chemlocus, SKC

자료 18. EVA Sheet 수급 전망					
	2008	2009	2010	2011F	2012F
모듈수요(GW)	6.3	7.3	16.5	20.1	23.7
EVA Sheet 수요(천 톤, B)	40.95	47.45	107.25	130.65	154.05
태양광용 EVA Capa(천 톤)	36	59	97	147	182
태양광용 EVA 생산량(천 톤, A)	34	48	92.15	132.3	145.6
태양광용 EVA 가동률	94%	81%	95%	90%	90%
EVA수급Balance(A-B)	-6.95	0.55	-15.1	1.65	9.75

출처: Solar&Energy, Chemlocus, SMIC Research Team 4

국내 시장에서의 EVA Sheet 수급도 타이트할 전망

국내 시장을 중심으로 살펴보면, 국내 태양광모듈 생산업체들의 Capa증설이 대규모로 이루어지고 있는 추세이다. 예를 들어 SKC에서 필름을 납품하고 있는 업체 중 하나인 현대중공업의 경우에도 모듈 생산설비를 2배 가까이 늘리려는 계획을 갖고 있다. 또한 삼성전자와 LG전자 등도 태양광 모듈 사업에 진입하였다. 이에 따라 EVA Sheet에 대한 수요가 증가할 것으로 예측되며 국내 시장의 수급 역시 타이트해질 가능성이 높다. 종합적으로 살펴볼 때, 글로벌 환경과 국내 모두 수급이 타이트할 것이라고 할 수 있다.

타이트한 수급에도 단기간에 공급 급증은 어려울 것

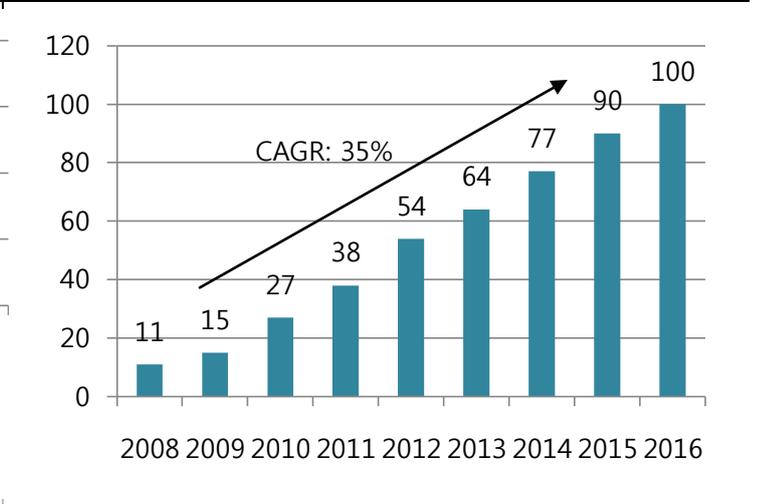
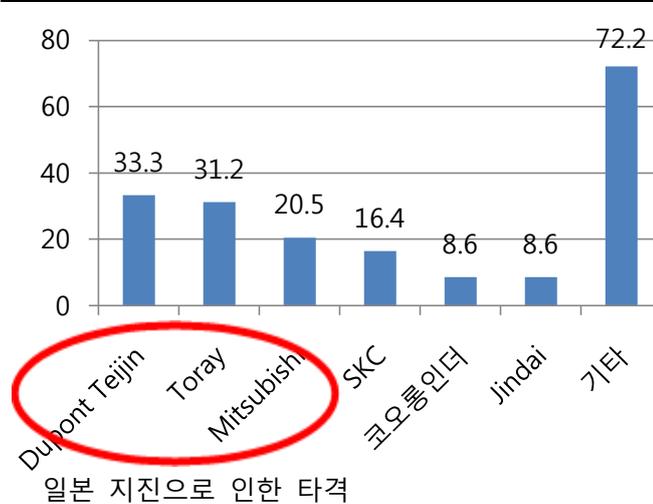
이러한 공급부족의 상황에서 과거 폴리실리콘 시장의 경우와 같이 중국 등에서 원가경쟁력이 있는 기업의 진입 및 시설 증설도 예상해볼 수 있다. 하지만 EVA Sheet의 경우 앞에서 언급한 것과 같이 기술적인 장벽으로 인해서 소수 기업의 과점 상태이며, 기술 보증을 받기 위한 시간도 요구된다. 따라서 단기간에 많은 공급 증대가 일어나는 것은 어려우며 타이트한 수급이 계속될 것으로 예상된다.

PV PET필름 및 불소필름

PV PET필름과 불소필름의 경우에도 앞으로 수급이 타이트할 전망

PV PET필름과 불소필름의 경우에도 수요 증가와 함께 일본 대지진으로 인한 일본 경쟁자들의 공급 감소로 인해서 수급이 계속 타이트할 것으로 전망된다. 수요의 측면에서 살펴보면, SKC PV PET필름 부문의 경우 수요증가율이 35%에 달할 것으로 전망된다. 반면, 공급에서는 일본 대지진으로 인한 일본 업체들의 피해로 인해 타격이 있을 것으로 예상된다. 실제로 PET필름 부문에서 가장 많은 생산량을 담당하고 있는 Dupont Teijin의 경우 플랜트 2기가 가동 중단된 상태이다. 이는 PV PET생산에도 차질을 줄 것이다. 또한 Dupont Teijin은 불소필름 부문에서는 SKC가 진입하기 이전까지 독점적 위치를 차지하고 있던 기업으로, PV PET와 불소필름으로 만드는 Back Sheet 부분에서 약 50%의 점유율을 기록하고 있다. 더 나아가 지진피해로 인한 일본의 송전 제한으로 다른 업체들의 생산에도 차질이 있을 것으로 예상된다. 이러한 경쟁자들의 공급 감소를 통해서 판단해볼 때 단기적으로 PV PET필름과 불소필름 등의 태양광용 필름의 수급이 더욱 타이트할 것으로 전망된다.

자료 19. 세계 PET필름 생산능력 (단위: 만 톤) **자료 20. SKC PV PET필름 부문 성장성 (단위: 천 톤)**



출처: Chemlocus

출처: AMPEF, PCI Report, Displaybank, SKC

앞으로 태양광필름 부문 매출액 및 영업이익 급증 전망

지금까지 살펴본 것과 같이 태양광용 필름의 수급이 타이트할 것으로 전망되는 상황에서 SKC는 대량으로 Capa를 증설하고 있다. 이러한 Capa 증설은 높은 수준의 매출액 증대로 이어질 수 있을 것이라고 판단된다. 향후 SKC는 타이트한 수급과 SKC의 경쟁우위, 그리고 늘어나는 Capa를 바탕으로 태양광 필름부문 매출액 및 영업이익이 급증할 것이라고 예상할 수 있다.

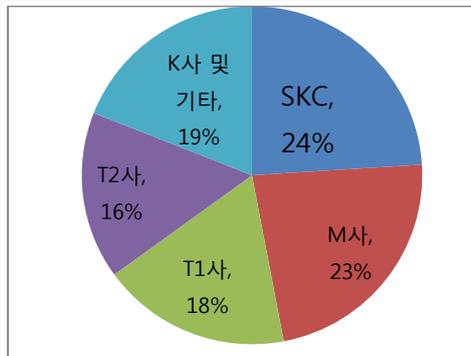
1.2. LCD보다 더 빛나는 광학용 필름!

광학용 필름 부문에서도 SKC는 세계 1위 기업으로써 좋은 성과를 내고 있다

광학용 필름은 주로 LCD패널의 확산판, 프리즘시트, 보호시트 등에 사용되는 PET필름을 말한다. SKC는 광학용 필름 부문에서도 지난해 Global Market Share 24%를 차지하였으며 세계 1위 기업으로써 꾸준히 좋은 성과를 올리고 있다. 현재 SKC의 광학용 필름 생산력은 전용라인기준 시 3만톤, 비전용라인 포함 시 4만 7천톤에 이른다.

자료 21. 광학용 필름 판매량 기준 M/S

(단위: %)



출처: IR자료

1.2.1. SKC의 Capa 증설 계획

밝은 시장 전망을 바탕으로 SKC는 대규모의 광학용 필름 Capa 증설 계획

밝은 시장 전망을 바탕으로, SKC는 광학용 필름 Capa 증설을 계획하고 있다. 우선 2009년 12월 18일에 착공하여 2011년 3월 31일 완공하는 광학용 필름 Capa 증설은 2만 톤 규모에 해당한다. 또한 2012년 7월 31일 예정인 PET필름 2라인 증설 계획의 경우, 총 4만 톤 중 2만 톤이 광학용 PET필름 설비 증설이다. 현재 SKC의 광학용 PET필름 생산력은 전용라인기준 3만톤, 비전용라인 포함 시 4만 7천톤인데, 여기에 2011년 2만톤, 2012년 2만톤 규모의 Capa가 증설되므로 향후 SKC는 광학용 필름 생산을 크게 늘려나갈 것이다.

1.2.2. Capa 증설에 따른 매출액 증가 추정

대규모의 생산량 증가는 매출액을 크게 끌어올릴 것

앞에서 언급한 바와 같이 SKC는 2011년 4월부터 2만톤 규모의 생산량 증가가 있으며 2012년 8월부터 역시 2만톤의 추가적 생산량 증가가 예측된다. 그런데 향후 수급이 계속 타이트 할 것이라 전망되므로, Capa 증설에 따라 증가하는 생산량은 문제없이 매출에 기여한다고 가정하겠다. 이에 대한 근거인 향후 시장 전망과 수급 예상에 대해서는 뒤에서 설명하겠다.

우선 미래 매출액 예상을 위해, 다음과 같은 과정에 따라 광학용 필름의 가격을 추정할 수 있다.

2010년 필름 부문 매출액 중 광학용 필름 비중 : 28%

2010년 광학용 필름 매출액 = 5800억원×28% = 1624억원

2010년 광학용 필름 생산량 : 155천톤

2010년 광학용 필름 가격 추정 = 1624억원÷155천톤 = 10.48억원/천톤

광학용 필름의 가격 추정치를 생산량 증가분에 곱하고 89%의 공장가동률을 가정하여 매출액 예상

생산량 증가분에 가격을 곱한 매출액 증가량에 공장가동률 89%를 적용하면 각 년도 매출액 증가분과 광학용 필름 총매출액을 예상 할 수 있다. 공장가동률의 경우, 이전까지의 필름 부문 평균 공장가동률인 89%를 계속 적용하여도 큰 문제는 없을 것이다. 수급이 타이트하던 지금까지와 마찬가지로 앞으로도 이러한 수급이 지속될 것으로 기대되기 때문이다.

매출액에서 OPM 15% 적용하여 영업이익 예측

한편 영업이익의 경우, 예상 매출액에 광학용 필름의 영업이익률 15%를 곱하여 예측할 수 있다.

이를 정리하면 다음 표와 같다.

	2010년 대비 생산량 증가분	천톤 당 가격 (억원)	2010년 대비 매출액 증가량 (억원)	공장가동률 (89%) 적용 시	2010년 대비 광학용 필름 총매출액 (억원)	OPM=15% 적용 시 영업이익 (억원)
2011	4월 완공 이후 2만톤 증가	10.48	20×10.48×9/12 = 157.20	157.20×0.89 = 139.91	1624 + 139.91 = 1763.91	264.59
2012	7월까지 2만톤 증가 상태 유지 & 8월부터는 2만톤 증가 추가되어 총 4만톤 증가	10.48	20×10.48×7/12 + 40×10.48×5/12 = 122.27 + 174.67 = 296.94	296.94×0.89 = 264.28	1763.91 + 264.28 = 2028.19	304.23
2013	4만톤 증가 상태 유지	10.48	40×10.48 = 419.20	419.20×0.89 = 373.09	2028.19 + 373.09 = 2401.28	360.19

Capa 증설로 인한 생산량 증가는 향후 매출액과 영업이익 증가에 크게 기여할 것!

결론적으로 Capa 증설로 인한 생산량 증가는 향후 매출액과 영업이익 증가에 크게 기여할 것으로 보인다.

1.2.3. 밝은 시장 전망과 향후 수급 예상

시장 전망 밝다!

향후 시장 전망 긍정적

앞에서 Capa 증설에 따른 생산량 증가가 매출에 기여한다고 긍정적으로 본 근거는 바로 향후 시장 전망이 밝으며 따라서 수급 역시 계속 타이트하게 잘 맞을 것이라고 예상되기 때문이다.

**전방산업인 LCD패널
생산량 증가가 계속
될 전망**

광학용 필름 시장의 향후 전망이 밝은 것은 전방산업인 LCD패널 생산량 증가세는 올해도 계속될 것으로 예상되기 때문이다. Digitimes는 최근 LCD 패널 수요 전망이 올해도 긍정적이라고 밝혔고, Morgan Stanley 또한 2011년 시스템 수요가 20% 가량 증가할 것이며 전체 패널 생산량 역시 14% 가량 증가할 것으로 내다봤다.

**일부에서는 LCD TV
보급율이 포화상태이
므로 LCD 패널 수요
증가세가 둔화될 것
이라고 우려**

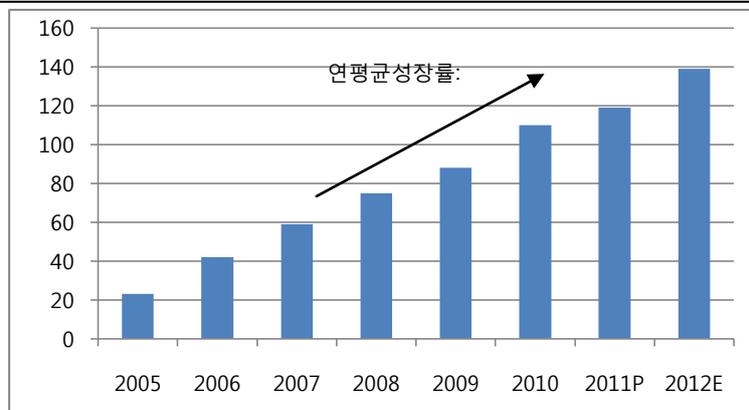
그런데 일각에서는 LCD 패널 수요 증가세가 곧 둔화될 것이라고 우려를 제기한다. 선진 시장을 중심으로 LCD TV 보급율이 포화 상태를 맞고 있기 때문이다. 이에 따라 TV 용 LCD 패널 수요 증가율이 지난해 41%에서 올해는 8.3%에 그칠 것으로 예상됐다. 또한 면적 기준 전체 LCD 패널 출하량 성장률도 올해 10.4% 수준에 머무를 것이라는 예상도 있다.

**그러나 LCD TV 1대 당
LCD 패널 면적이 빠르
게 확대됨에 따라 수
요증가율 둔화를 상쇄**

그러나 Morgan Stanley에 따르면, LCD 패널의 공급면적은 2009~2012년까지 연평균 약 16.6%로 빠르게 성장할 전망이다. 즉 LCD TV 1대 당 들어가는 양이 점차 증가하는 추세에 있기 때문에, LCD TV 자체에 대한 수요 증가세가 둔화된다고 하여도 이는 상당 부분 상쇄될 것이라는 예측이 가능하다.

자료 23. 세계 LCD Panel 면적 추이 및 전망

(단위: 백만m²)



출처: Displaysearch

**또한 LED 백라이트
LCD TV 시장은 점차
성장 중이므로 광학용
필름 수요증가 지속
예상**

뿐만 아니라 LED 백라이트(LED-backlit) LCD TV 시장이 점점 커지고 있어 2011년 광학용 필름 수요 증가에 도움을 주리라 예상된다. LED 백라이트 TV 패널은 메인스트림으로 진행되고 있어 2011년 LCD TV 판매 증가를 이끌 것이며, 따라서 광학용 필름 수요 역시 지속적 증가 예측이 가능하다.

향후 수급 좋다!

**밝은 시장전망을 바
탕으로 볼 때 수급은
현재와 마찬가지로 계
속 균형을 이룰 것**

긍정적인 시장전망을 바탕으로, 향후 수급은 이전까지와 마찬가지로 계속 타이트하게 지속될 것이다. 지난 3년간의 광학용 필름의 수급을 보면 거의 항상 공급 이상으로 수요가 존재했다. 예상되는 2011년과 2012년의 공급량은 178, 198천 톤이다. 2011년은 Capa 증설이 없는 2010년의 수율을 그대로 적용하였다. 2012년의 경우, 대규모 Capa

증설에 따른 폭발적인 공급 증가 대비 수율이 일시적으로 상대적인 감소를 보일 수 밖에 없으므로, 2012년 수율은 이전 수준인 71% 정도로 적용하였다. 한편 광학용 필름 수요량은 LCD패널 생산량 증가로 인해 평균 증가율이 14%이며 2011년과 2012년 각각 178, 201천 톤으로 예상된다. 즉 향후 광학용 필름 산업의 수급은 견고하다.

향후 SKC의 광학용 필름 수급은 타이트하게 지속될 예상

뿐만 아니라 SKC는 광학용 필름 부문 세계 1위 업체로서 수급 균형 상황 속에서 충분히 경쟁력을 가질 것이다. 따라서 SKC의 광학용 필름 수급은 앞으로도 타이트하게 지속될 것이라고 충분히 예상할 수 있다.

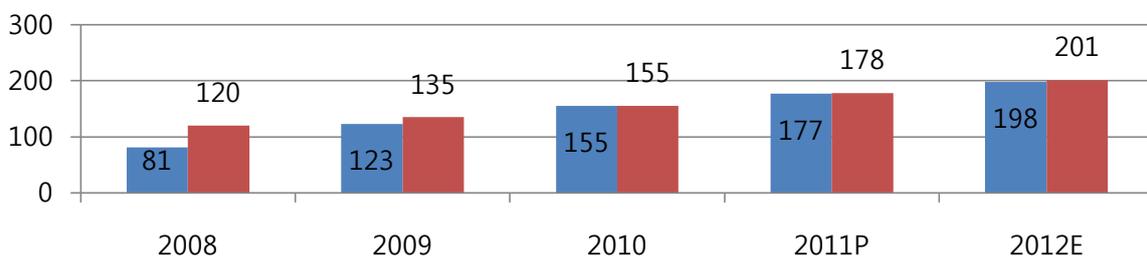
자료 24. 광학용필름 수급 전망

	2008	2009	2010	2011P	2012E
광학용필름 수요량 (천톤, B)	120	135	155	178	201
Global 광학용필름 Capa (천톤)	116	168	192	219	278
Global 광학용필름 생산량 (천톤, A)	81	123	155	177	198
광학용필름 수율	70.0%	73.0%	81.0%	81.0%	71.0%
광학용필름 수급 Balance (천톤, A-B)	-39	-12	0	-1	-3

출처: Displaysearch, 업계자료, IR

자료25. 광학용 필름 수요, 공급 현황과 예상치

(단위: 천톤)



출처: AMPEF, PCI Report, Displaybank, SKC

1.3. 열수축 및 생분해 필름

열수축 PET필름은 연평균 10% 성장 중

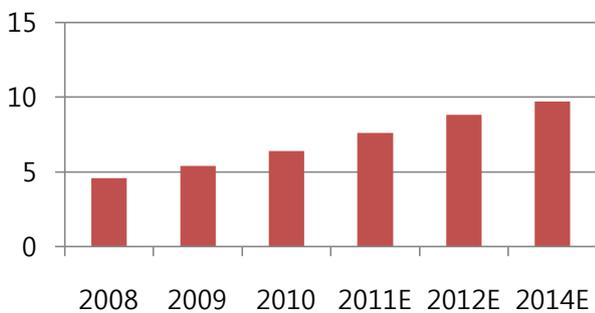
기타 고부가가치 PET제품으로는 열수축과 생분해 필름이 있다. 열수축 PET필름은 2000년대 후반 환경호르몬 규제에 따른 PVC 포장필름의 대체제로 사용이 증가했다. 화장품 병, 음료 용기 등에 쓰임이 늘어나면서 연평균 10%수준의 성장을 보인다. 특히 중국시장은 수요 증가와 함께 연평균 20%의 성장률을 보인다.

생분해 필름은 점진적으로 수요 증가 예상

생분해 필름의 경우 땅속에서 자연분해되는 친환경 필름으로 2010년 세계 수요 약 2만 톤으로 아직 초기시장이다. 하지만 환경에 대한 관심 증가와 함께 점진적으로 수요가 증가될 것이다.

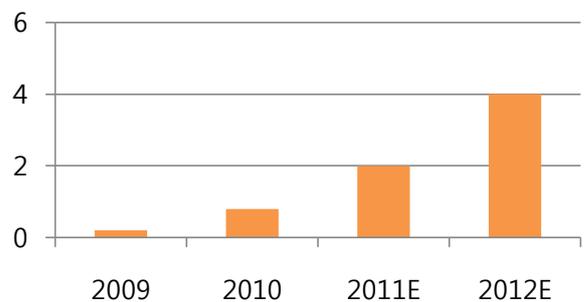
현재 SKC의 열수축 필름의 생산량은 1만 톤, 그리고 생분해 필름의 생산량은 2000 톤이다. 이들은 현재는 매출 비중이 크지 않지만 향후 시장의 성장에 따라 추가적인 매출 신장 및 성장성 확보를 기대할 수 있다.

자료 26. 세계 열수축필름 시장 규모 (단위: 만 톤)



출처: AMPEF

자료27. 세계 생분해필름 시장 규모 (단위: 만 톤)



출처: YANO

II. 투자포인트 2 – 화학부문, 침체는 끝났다!

SKC 화학부문
-PO관련 제품
-SM

SKC의 화학부문은 폴리우레탄(PU)의 원료가 되는 PO와 관련 제품인 PG, PPG, 그리고 SM으로 구성된다. SM의 경우 SK에너지로부터 재료인 벤젠과 에틸렌을 공급받아 가공하는 임가공 비만이 매출로 계상되므로 그 비중이 작다.(10%) 수출은 세계 60여 개 국을 대상으로 이루어지며 내수의 비중이 비슷하며 아시아 수요 증가와 함께 수출의 비중이 늘고 있다.

2.1 순수화학, 체질 개선 중!

화학부문에 닥쳐온 위기

2008년 이후 일본산 저가 PO 수입 늘어나면서 수익성 악화

SKC는 세계 4위의 PO생산 규모, 국내에서는 유일하게 PO 생산 기술을 보유하여 독점 생산하던 기업이다. 그런데 2008년 이후, 아시아지역에서 일본산 저가 PO의 유입이 점차 늘어났다. 그에 따라 PO제품 가격이 하락하면서 화학부문의 수익성이 악화되었다. 뿐만 아니라 2009년 세계적인 공급 초과와 사우디아라비아의 PO증설로 인해 화학부문 스프레드가 줄어들고 수익성이 악화되어 영업이익률 또한 현저히 떨어졌다.

SKC는 이러한 위기 상황을 타개하기 위해 화학부문의 전반적인 구조적 변화를 추진하여 왔다. 그 구체적인 변화는 2가지로 요약된다.

1. 수직계열화 강화
2. Rigid PPG에 주목

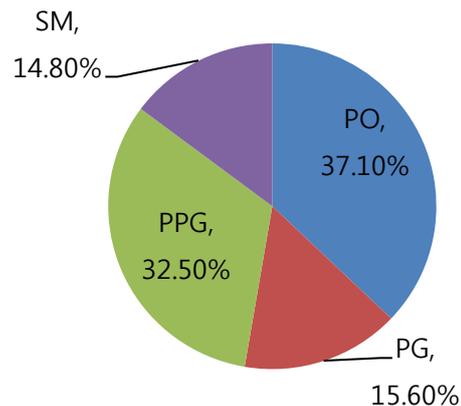
화학부문 수직계열화

프로필렌과 과산화수소를 원재료로 만들어지는 PO는 주로 PPG를 만드는 재료로 쓰인다. 세계적으로 PO 생산량의 60%가 폴리우레탄의 원료인 Polyol(이하 PPG)을 만드는 데 쓰인다.

자료28. 화학부문 매출, 영업이익률 (단위: 억 원, %)



자료29. 화학부문 제품별 매출 구성(2010)



출처: 사업보고서

출처: IR자료

PO를 자체 소비하여 PPG 생산하는 형태로 BM 변화

SKC의 화학부문 생산과정을 보면 기존에는 SK에너지로부터 에틸렌과 벤젠, 그리고 프로필렌을 공급받고 이를 PO로 가공하여 KPX케미칼에 판매하는 식이었다. 그런데 일본산 PO의 유입으로 마진이 악화되면서 PPG를 자체 생산 비중을 높이고 있다. 즉 PO의 직접 판매를 줄이고 자체적으로 소비하여 PPG를 생산·판매하는 형태로 BM을 변화해가고 있다.

앞으로 PO생산량 28만 톤 중 16.3만 톤 자가소비할 것

PPG 1톤 생산하는데 대략 PO 0.8톤이 소비된다. 현재 SKC는 2009년 하반기 PPG 3만톤을 증설을 완공하여 총 12만 톤을 생산 중이다. 즉, PO생산량 28만 톤 중 10만 톤을 PPG로 자가소비하고 있다. 2012년까지 예정된 경성 PPG 5만 톤이 증설되면 PO 생산량 중 총 16.3만 톤을 자가소비하게 된다.

PPG는 PO에 비해 고마진

PPG는 상대적으로 PO보다 고마진의 제품(약 1.5배의 영업이익률)으로 원재료의 가격변동에 따른 수익성 악화 위험이 적다. SKC는 PPG비중을 높임으로써 안정성과 수익성을 동시에 확보하고자 한다.

Up-stream뿐만 아니라 Down-stream쪽으로도 SKC는 수직계열화를 공고히 하고 있다.

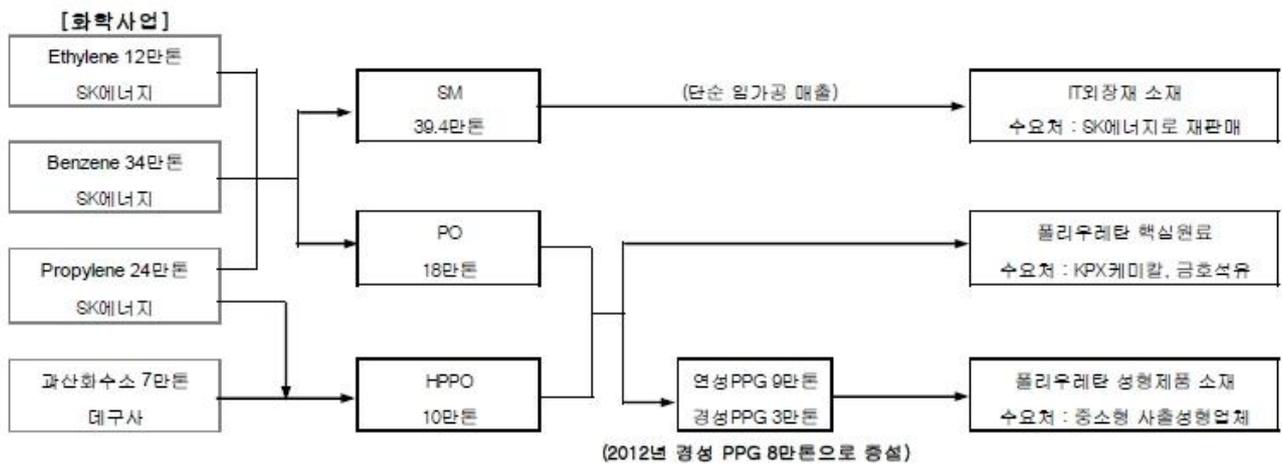
원재료 생산기업 지분인수를 통한 안정적인 원재료 공급

2008년부터 SKC는 과산화수소를 사용한 HPPO공법으로 PO를 만들어 내왔다. 과산화수소는 화학부문 원재료의 12%를 차지하며 SKC는 그 동안 해외 업체로부터 과산화수소를 매입하여 사용했지만 2010년 11월 국내 최대 과산화수소 생산업체인 독일계 EDPK의 지분을 45% 인수하였다. 그 후 SKC는 필요 물량 전량을 EDPK로부터 공급받고 있다. 이로써 원가절감과 함께 안정적인 원재료 공급이 가능해졌다.

계열사를 통한 원재료 공급

다른 원재료인 프로필렌의 경우 SK그룹 계열사인 SK에너지로부터 공급받기에 안정적이며 상대적으로 원재료 가격 변동에 대한 리스크가 적어 PPG경쟁사인 KPX케미칼 대비 우위를 가진다.

자료30. 화학부문 생산계통도 (단위: %)



출처: IR자료

2.1.1. Rigid PPG가 좋다!

PPG의 종류

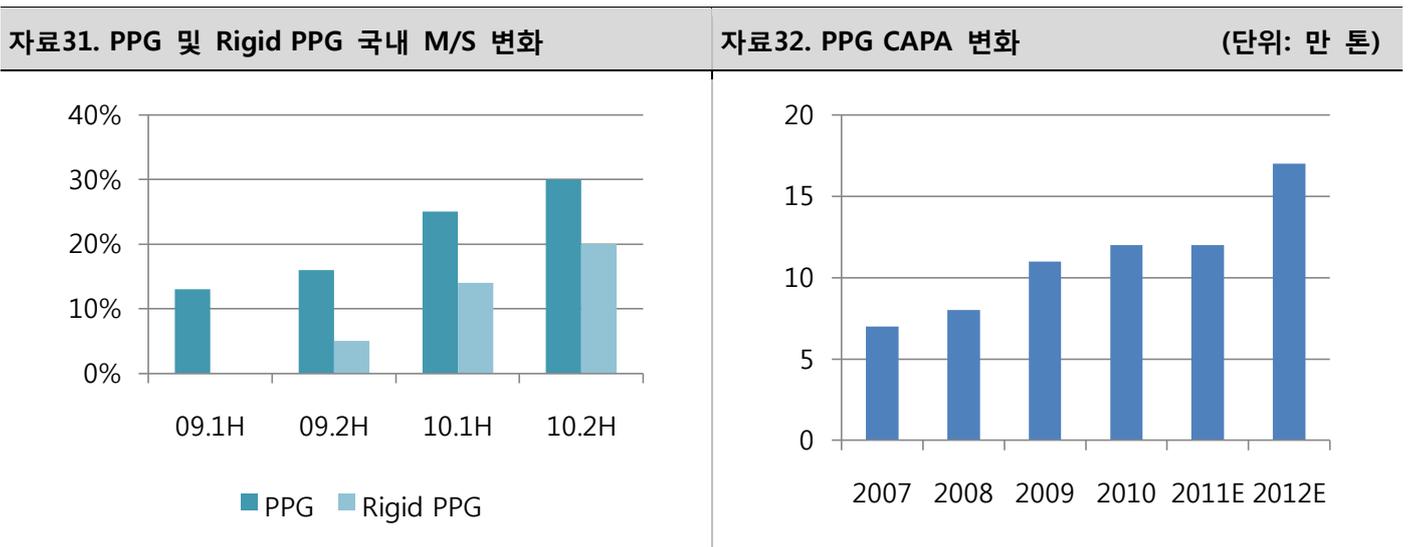
-연성PPG

-경성PPG

PPG는 용도에 따라 Flexible PPG(연성 PPG)와 Rigid PPG(경성 PPG)로 나뉜다. 연성 PPG는 소파, 인조 가죽 등의 저부가가치 제품에 쓰이고 경성 PPG는 자동차, 건설, 냉장고 등의 고부가가치 제품에 쓰인다. 제조 과정에서 큰 차이는 없으나 적은 연료로 많은 제품을 생산할 수 있어 마진이 더 높다.

수익성, 성장성 좋은 경성PPG에 주목 SKC는 수직계열화를 하면서 Rigid PPG에 주목했다. 더 수익성이 좋고 또 전방산업이 더 안정적으로 성장할 것이라 보았기 때문이다. 2009년 증설한 양도 전량 Rigid PPG였다. 그 결과 PPG의 국내 점유율은 2009년 13%에서 2010년 30%로, Rigid PPG는 5%에서 20%로 증가했다. 순수화학 분야에서 SKC의 40여 년에 걸친 기술력과 자본력이 있었기에 가능한 일이었다.

경성PPG에 집중된 CAPA 증설 계획 SKC의 향후 CAPA 증설 계획도 Rigid PPG에 치우친다. SKC는 점점 Rigid PPG 비중을 늘려 점유율을 높이려고 한다. 2012년까지 5만 톤의 Rigid PPG를 증설하고 향후에도 비중을 확대할 전망이다.



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

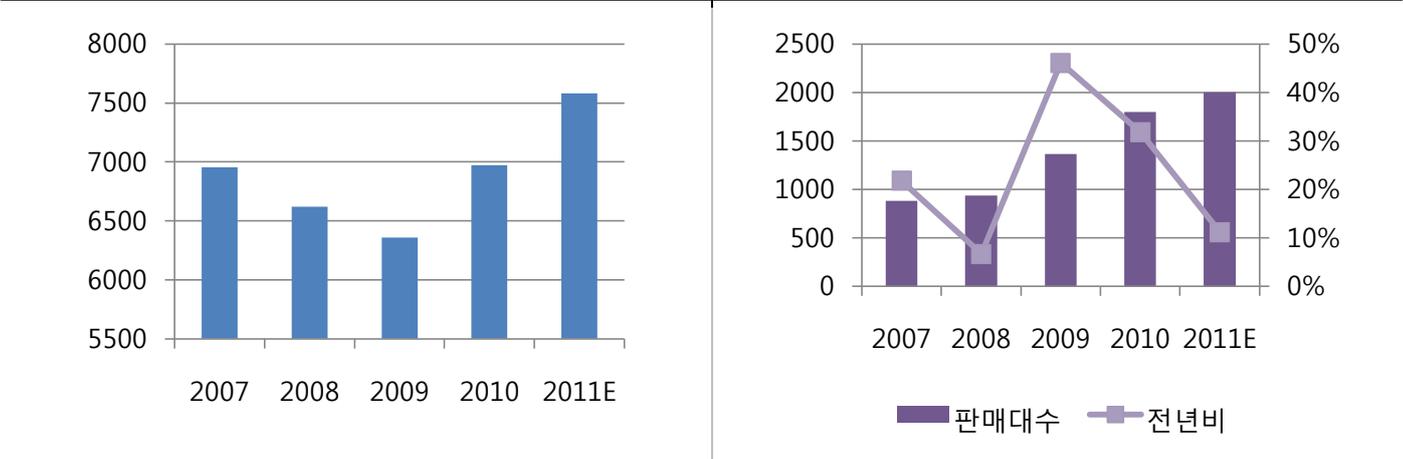
경성PPG 수요는 폴리우레탄 수요와 연결 Rigid PPG의 수요는 PPG를 재료로 만들어지는 포장재의 일종인 폴리우레탄의 수요와 밀접히 연결된다. 특히 폴리우레탄의 아시아 주요 수요처인 중국의 자동차 및 건축산업이 성장하면서 중국 수요가 연평균 10%이상 성장할 것으로 전망된다. 폴리우레탄이 환경오염의 염려가 있는 PVC(폴리염화비닐), ABS 등을 대체하면서 수요가 늘기 때문이다.

자동차용, 냉장고용 경성PPG 수요 증가 추세 2010년 PPG 소비량을 보면 PU소재 중 가장 많이 사용하는 자동차용 경성PPG와 냉장고용 경성PPG의 수요가 전년대비 19.6%, 10% 증가한 반면, 건축 단열재용 경성 PPG는 경기침체로 10% 감소하였다. 그에 따른 PPG 시장성장률은 6-7% 정도로 예상된다. 특히 경성 PPG의 경우는 세계적으로 20%의 성장률을 예측하고 있다.

PPG주요 고객인 자동차업체들의 판매 증가 SKC는 주로 국내외 자동차업체들에게 PPG를 판매한다. 세계 자동차 판매 추이를 보면 신흥시장 중심의 판매 증가로 빠른 회복세를 보이고 있다. 특히 SKC의 주요 수출국 중 하나인 중국은 내륙지역 소득 증가와 신차 출시 증대, 그리고 정책적 지원으로 인해 2011년에도 증가할 전망이다. 그에 따라 중국의 PPG 수요는 2011년 19% 증가할 전망이다.

현재 스프레드 향후에도 유지될 것 수요의 증가에 따라 PPG의 가격은 2009년 이후 꾸준한 증가 추세이다. 또한 수요 증가에 비해 아시아 최대 생산규모인 KPX케미칼을 비롯한 기업들이 뚜렷한 공급 증설계획이 없고, 업체들의 현재 가동률(약 90%)를 볼 때 당분간 타이트한 수급을 유지할 것으로 전망된다. 따라서 현재의 스프레드를 향후에도 유지할 수 있을 것으로 판단된다.

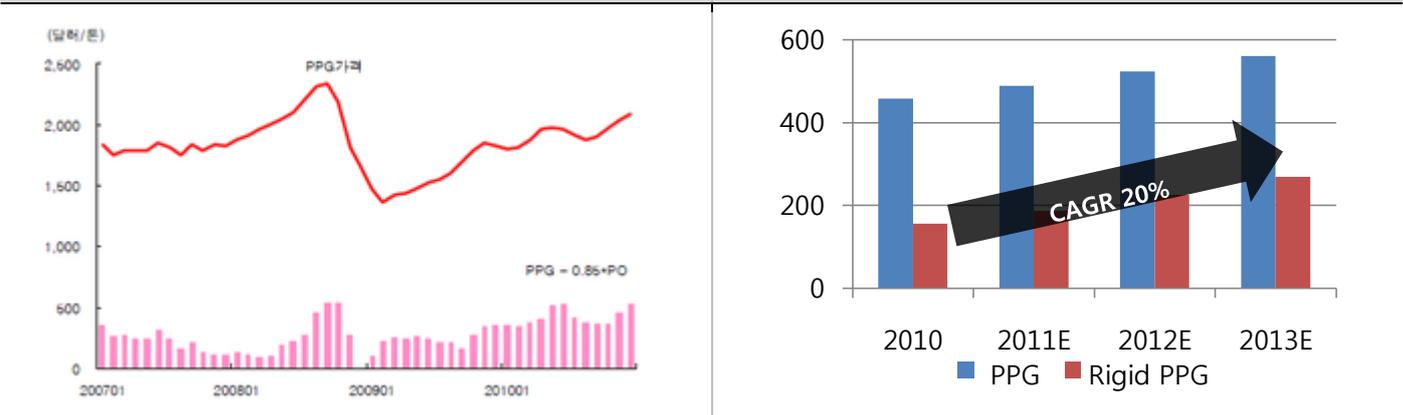
자료33. 세계 자동차 판매 및 전망 (단위: 만 대) **자료34. 중국 자동차 생산량 판매 (단위: 만 대)**



출처: 글로벌 인사이트

출처: 글로벌 인사이트

자료35. PPG 스프레드 추이 (단위: 달러/톤) **자료36. PPG 및 Rigid PPG 수요 변화 (단위: 만 톤)**



출처: 씨스캠닷컴

출처: Chemlocus

2.1.2. PO, 나쁘지 않다

수급은 타이트하게 유지될 것 2010년 말 기준 세계 PO 생산능력은 연간 880만 톤이고, 연간 수요 규모는 763만 톤 수준으로 설비 가동률은 86% 수준이다. PO는 PPG의 수요 증대에 따라 연간 5%의 증가율로 수요가 늘어난다. 하지만 향후 생산업체들이 발표한 생산계획을 보면 연간 신규 증설량은 수요량을 따라가지 못한다. 이에 몇 년간 수급은 타이트하게 유지될 것으로 전망된다.

일본 대지진으로 인한 반사이익 예상

또한 아시아 수요의 20%를 담당하는 일본 기업들이 일본 대지진으로 인해 생산량의 35% 가량의 설비가 작동을 멈추게 되었다. PO의 경우 폭발의 위험이 있어서 먼 곳에 수출하기 힘들다는 것을 고려하면 SKC에게는 호재가 된다. 이에 따라 동사의 주요 판매처인 아시아 PO수급은 타이트할 것으로 전망되며 세계 4위의 규모를 가진 동사의 경쟁력이 돋보일 것이다.

원재료인 프로필렌 가격 안정화될 것

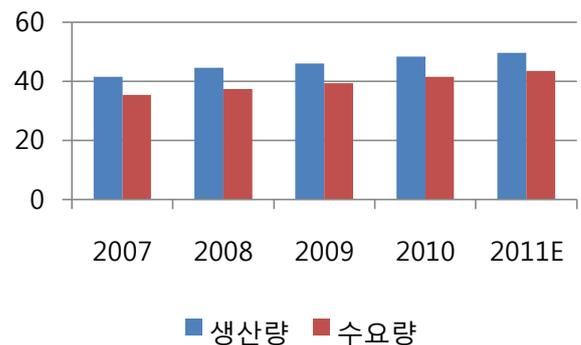
현재 PO의 원재료인 프로필렌 가격은 2011년 중동의 일시적 공급 차질로 인해 증가한 상태이지만 SKC는 SK에너지로부터 안정적 공급과 PPG가격 상승 추이로 인해 큰 타격을 받지 않았다. 또한 세계 프로필렌 수급 현황을 보아 공급이 수요를 초과하므로 장기적으로 안정화될 것으로 보인다.

자료37. PO 스프레드 추이 (단위: 달러/톤)



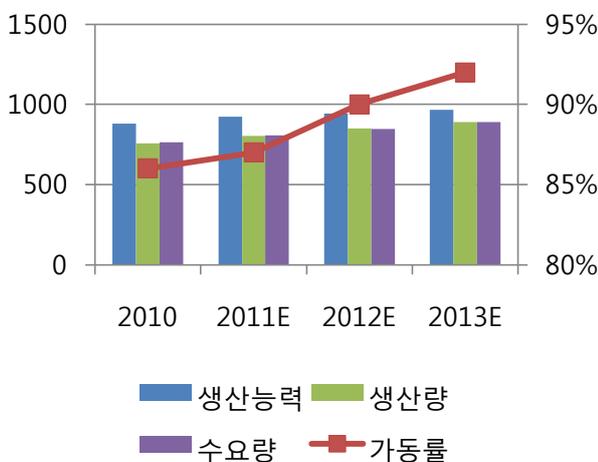
출처: 씨스캠닷컴

자료38. 세계 프로필렌 수급 (단위: 100만 톤)



출처: 화학저널

자료39. 세계 PO 수급 전망 (단위: 만 톤)



출처: 씨캠스

자료40. PO 공급 계획 (단위: 만 톤)

		2010	2011	2012
한국	SKC			3
태국	SCG Dow		19.5	19.5
인도	Nanal Petchem			
중국	CNOOC	2	2	
	Tenjin Degu			
	산동빈화	28		
	ZRCC	12		
	기타 중국			
	금호석유	12		
	기타 중국			
합계		42	21.5	22.5

출처: Chemlocus, SRI

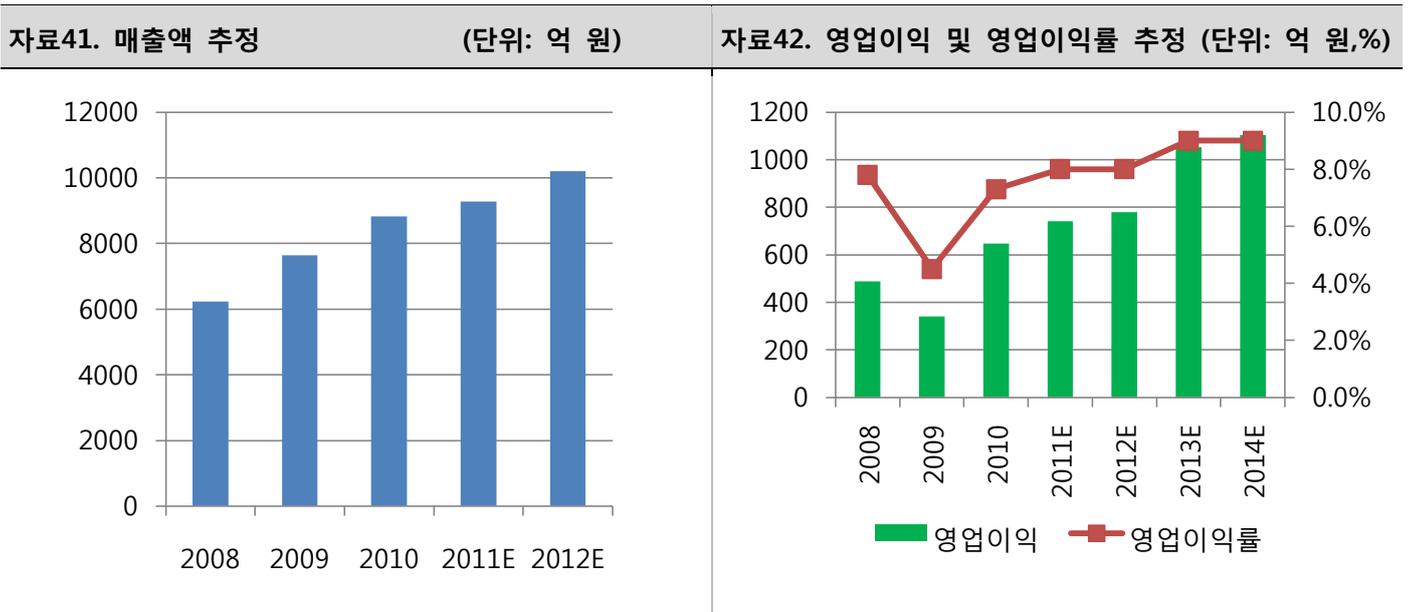
2.3 매출 추정

화학부문 영업이익률 상승하여서 9% 달성할 것

2011년 매출은 전년 대비 5%로 소폭 증가할 것으로 예측하였다. 현재 화학부문 가동률이 100%에 달하였고 CAPA증설 역시 2012년 중에 이루어질 전망이다 단기적 생산량 증가는 한계가 있다고 보았다. 2012년에는 PPG 3만 톤 증설의 효과가 어느 정도 반영되어 10%의 매출 증가를 예측하였다. 영업이익률은 스프레드 개선과 PPG 판매 호조로 인해 2011년 9%를 달성하여 향후 유지할 수 있을 것이라 보았다.

2011년 화학부문 매출액 9,274억 원, 영업이익 834.7억 원 예상

그에 따른 화학부문의 매출액과 영업이익률 추정은 2011년 매출액 9274억 영업이익 834.7억이 예상된다. 화학부문의 경우 필름부문에 비해 뚜렷한 매출 신장은 기대하기 힘들지만 꾸준한 수익을 창출할 수 있을 것으로 예상된다.



출처: 사업보고서, Research Team 4

출처: 사업보고서, Research Team 4

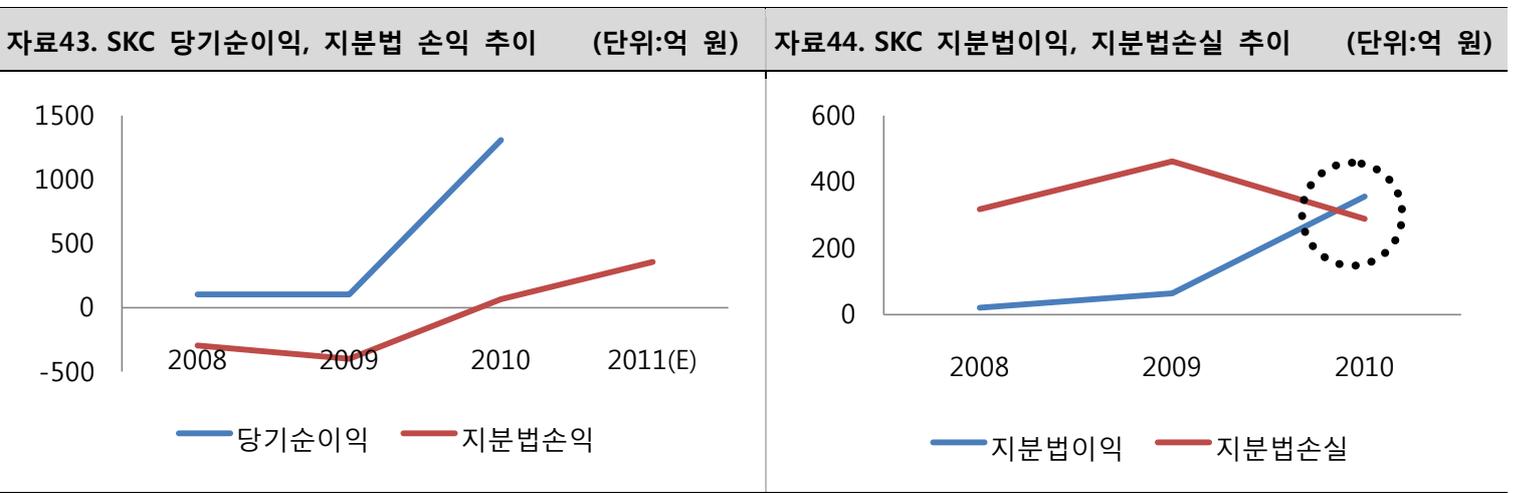
II. 투자포인트 3- 2011년 힘 내는 자회사들

자회사 실적 개선에 따른 극적인 지분법 손익 증가

2010년 지분법 손익 66억, 2011년 추정 지분법 손익 328억

2010년 지분법 손익의 개선이 2011년에는 더욱 가시화 될 것으로 전망된다. SKC의 2010년 지분법 손익은 전년대비 464억이나 증가하였다. 이는 1) 골칫거리였던 SK 해운의 매각과 SKC Haas, SK텔레시스의 흑자전환으로 인한 지분법 손실의 감소와 2) SKC 솔믹스, SKC INC, SKC Kolon PI의 매출 증대에 따른 지분법 이익의 증가 때문이다. 지분법 손익의 폭발적 증가에 힘입어 2010년 SKC의 당기순이익도 전년대비 130% 증가하였다. 이러한 손실의 감소와 이익의 증가 추세는 가속화되어 2011년 SKC 지분법 손익은 본격적인 상승 국면으로 접어들 것이다.

2010년을 기점으로 SKC 자회사들은 실적 호조 세를 이어갈 것이다. SKC의 지분법 손익은 '08 (-)296억, '09 (-)398억으로 죽을 쓰고 있는 상황이었다. 2010년에 들어서 자회사들의 실적 호조 덕분에 지분법손익 66억으로 흑자전환에 성공했다. 2010 예외적으로 흑자전환한 SKC Haas를 제외하고 SK 텔레시스가 2010년과 동일한 지분법 손실을 기록할 것으로 보수적으로 추정한 결과 2011년에는 지분법손익 약 328억 수준이 예상된다.



출처 : 사업보고서, SMIC Research Team 4. 출처 : 사업보고서, SMIC Research Team 4.

자료 40. 2011년 지분법 이익 추정 (단위:억 원)

주요 자회사	2011 매출 (E)	2010 순이익률	2011 지분법이익 (E)	추정 방법
SKC Inc.	3020	7.2%	217	2010년 매출+ EVA Sheet 증설 매출
SKC 솔믹스	1320	10%	44	2010년 매출+ 태양광 웨이퍼 매출
SKC Kolon PI	1383	23%	158	주요 매출처(이녹스) 매출 증가율 적용(24%)
SK 텔레시스	*	*	-61	2010년 지분법이익 적용
2011년 예상 지분법 손익 358억원.				

출처: 각 사 사업보고서, SKC IR, SMIC Research Team 4.

자료 45. 주요 자회사 현황

	지분율	장부가액 (억 원)	사업 내용
SK 텔레시스	77.1%	76	이동 통신 장비, 전송 장비
SKC Haas	49%	990	LCD 가공 필름
SKC 솔믹스	48.7%	826	반도체소재, 태양광 잉곳/웨이퍼
SKC INC.	100%	1277	미국 법인
SKC Kolon PI	50%	826	폴리이미드 필름 (연성 PCB 원료)

출처: 각 사 사업보고서, SKC IR, SMIC Research Team 4.

자료46. 자회사 별 지분법 이익 추이

(단위: 억원)

단위(억원)	'08	'09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	QoQ	'10	YoY
SK 해운(매각)	-144	-184	-56	-82	-61	-1	60	-200	-16
SK 텔레시스	-98	-109	-137	0	0	76	76	-61	48
SKC Haas	-35	-78	-12	-7	21	2	-19	18	96
SKC 솔믹스	14	-17	*	*	*	*	*	9	26
SKC Inc.	1	2	10	33	53	69	16	165	163
SKC Kolon PI	-32	27	50	46	33	9	-24	138	111
기타	-2	-38	-2	8	-4	4	8	-3	36
계	-296	-398	-147	12	42	159	117	66	464

*2010년 SKC의 지분법 손익에는 SK 해운의 2010년 지분법 손실이 포함되어 있음.

*SK 텔레시스는 자본잠식으로 2Q10, 3Q10에 지분법 적용 대상에서 제외되었음.

*SKC 솔믹스의 2010년 분기별 지분법 이익 추이 자료는 없음.

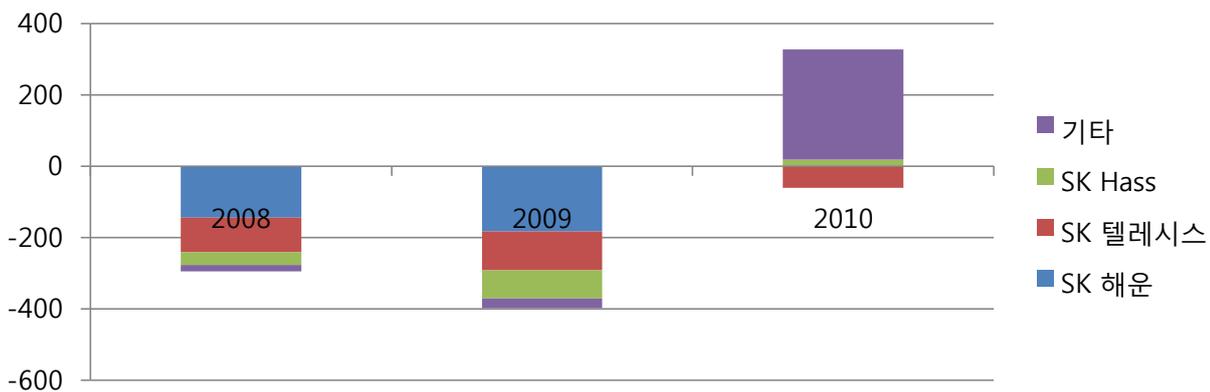
출처: 각 사 사업보고서, SKC IR, SMIC Research Team 4.

3.1. SK 해운 매각과 SK Haas, SK 텔레시스 의 흑자전환

지분법 손실의 감소로 인한 지분법 손익의 증가

SKC 지분법 이익의 가장 큰 문제였던 SK 해운은 작년 SK(주)에 매각되었고 SKC Haas는 2010년 3분기, SK 텔레시스는 2010년 4분기 흑자전환에 성공하여 2011년에도 이익 증대가 예상된다. '09년에 SK 해운과 SKC Haas, SK텔레시스가 기록한 SKC의 지분법 손익은 (-)184억, (-)78억, (-)109억에 달한다. 골칫거리였던 SK Haas, SK 텔레시스의 매출 호조로 2010년 SKC의 지분법 이익은 SK 해운의 2010년 지분법손실 200억을 제외하면 전년대비 무려 664억이나 증가한 것으로 나타났다.

자료47. SKC의 SK 해운, SK 텔레시스, SKC Haas 지분법 이익 추이 (단위:억 원)

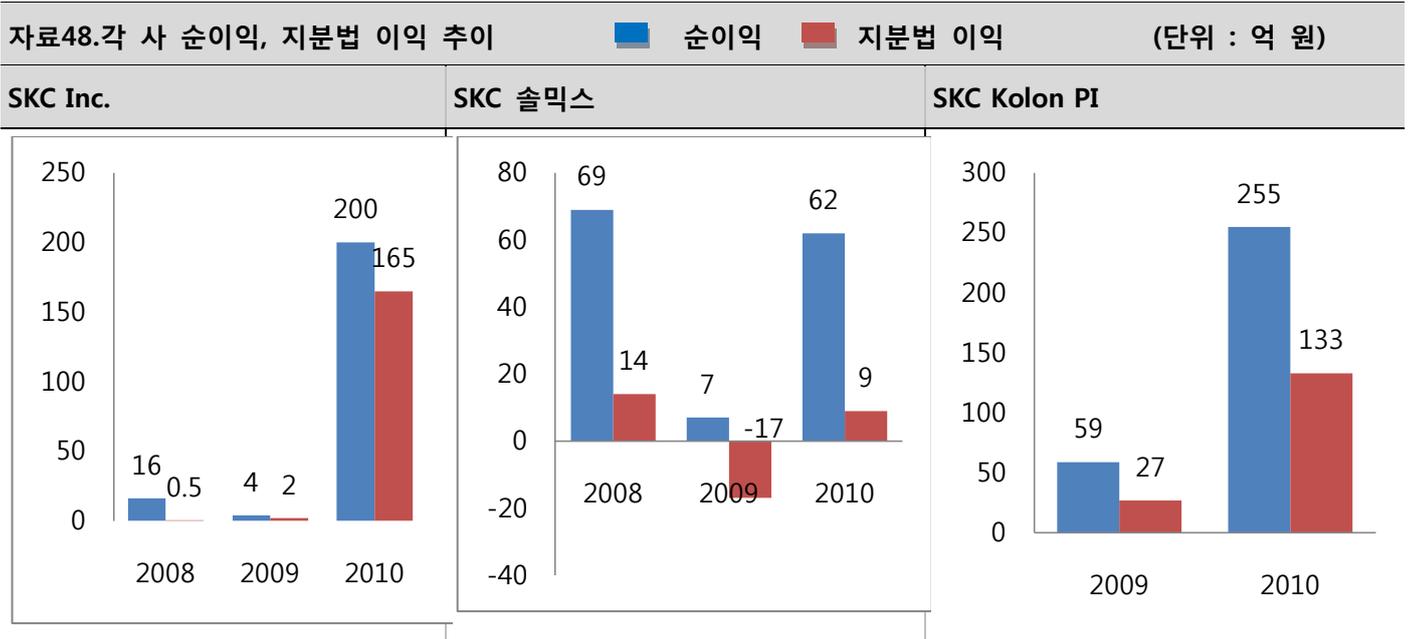


출처: 각 사 사업보고서, SKC IR, SMIC Research Team 4.

3.2 SKC Inc, SKC 솔믹스, SKC Kolon PI의 지분법 이익 증대

지분법 이익의 증대로 인한 지분법 손익의 증가

2010년에는 SKC 지분법 손익에 악영향을 미쳐오던 자회사들의 개선과 더불어 알짜배기 자회사들의 실적 호조가 두드러졌다. SKC Inc, SKC 솔믹스, SKC Kolon PI 의 순이익과 지분법 이익이 급격하게 증가하는 모습을 보였다. 가장 두드러진 변화를 보인 회사는 SKC Inc. 였다. 미국 진출 10년 만에 투자가 성과를 보이며 순이익이 50배 증가했다. 2011년에는 기존의 PET 필름에 EVA Sheet 1.2만 톤이 증설되어 추가적으로 330억원의 매출 증대도 기대되는 상황이다. SKC 솔믹스는 앞으로의 성장이 기대되는 자회사다. 기존 반도체 부문에서 꾸준하게 500억 이상의 매출이 유지되는 상황에서 2011년부터 추가적으로 태양광 웨이퍼의 매출이 발생한다. 삼성전자, 신성홀딩스, 일본업체와의 공급 계약으로 2011년에 태양광 웨이퍼 매출만 700억 가량이 발생할 것이다. SKC Kolon PI 도 2008년 설립된 이래 '09년을 거쳐 2010년 순이익, 지분법이익이 각각 4배, 5배 급등했다. SKC Kolon PI의 주 제품인 폴리이미드(PI) 필름 매출이 FPCB의 수요 증가와 함께 상승하고 있기 때문에 안정적인 매출 성장이 예상된다.



출처: 사업보고서, SMIC Research Team 4.

3.2.1. SKC Inc. – SKC와 함께 간다

SKC Inc.는 SKC의 미국 법인으로서 PET(폴리에스터)필름과 태양광필름을 생산하고 있다. 지금은 연매출 2천억원, 미국 PET 필름 시장 점유율 15~20%를 차지하며 3대 필름메이커로 성장했다. 현재 미국의 PET 필름 시장은 32만톤 정도로 Dupont-Teijin, 3M, Mitsubishi, SKC Inc, Toray 등이 과점하고 있는 상황이다.

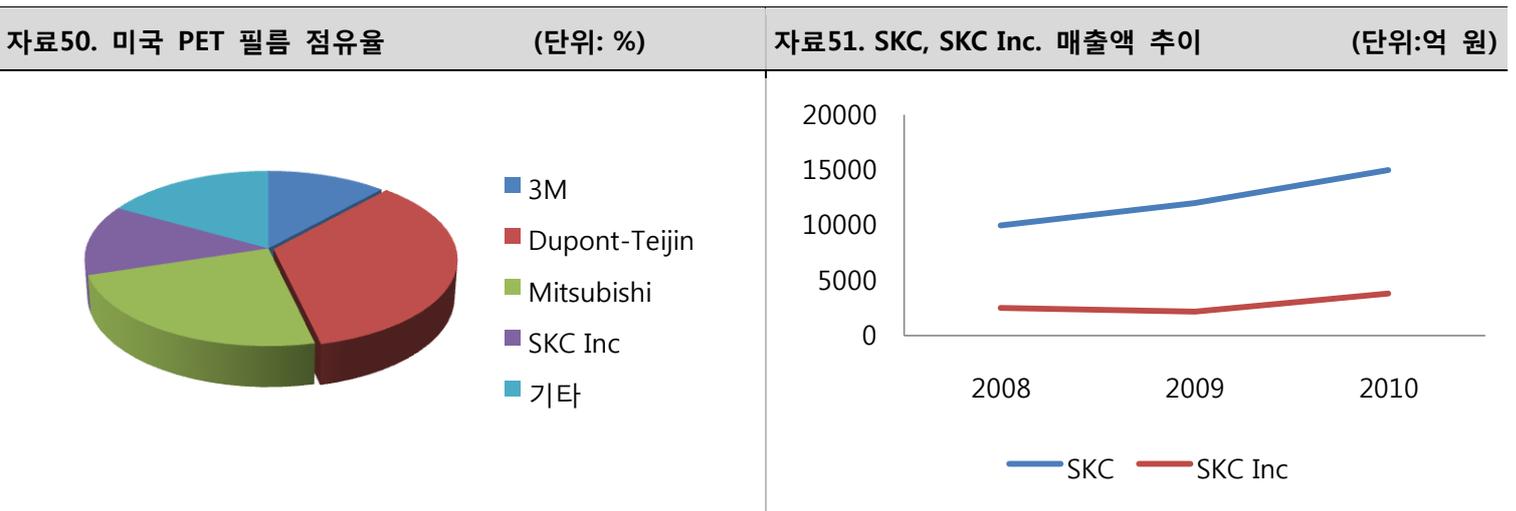
2천억 원대의 안정적인 PET필름 매출에 EVA Sheet 증설에 따른 330억의 추가 매출 발생

SKC는 SKC Inc. 를 북미 지역의 거점으로 삼고 복합소재단지로 육성하기 위해 지속적으로 투자를 해왔다. 때문에 2천억 원 대의 안정적인 매출에도 불구하고 순 이익률은 높지 않았던 것으로 판단된다. 하지만 2010년부터 모회사인 SKC 자체의 경쟁력이 강화되는 동시에 SKC Inc.에 대한 투자 성과가 가시화 되면서 '09년 4억에 불과했던 순이익이 200억으로 증가했다. 여기에 70%였던 지분율도 2010년 3분기에 100%로 확대되어 지분법 이익이 2억에서 165억으로 늘어났다. 또한 2011년 2분기까지 EVA Sheet 1.2만톤 증설이 완료됨에 따라서 추가적인 매출 증대도 기대되는 상황이다. SKC Inc.의 이번 증설로 약 330억의 매출 증대가 예상된다. 2010년 평균적인 공장가동율 89%로 봤을 때 EVA Sheet가 1만톤 생산되고, 톤당 가격이 6000달러이기 때문이다.

자료49. SKC 생산 설비

	규모	비고
PET 필름	5 만 톤	미국 점유율 15~20%
EVA Sheet	1.2 만 톤 추가 예정	'11 2분기 6천톤, 3분기 6천톤 증설

출처: SKC 솔믹스, SMIC Research Team 4.



출처 :무역위원회, SMIC Research Team 4.

출처 : 사업보고서 , SMIC Research Team 4.

3.2.2. SKC 솔믹스 - 태양광과 함께 간다

2010년 선 계약에 따른 태양광 웨이퍼 부문의 매출 증대

SKC 솔믹스의 매출 증대를 이끌 사업부문은 태양광 웨이퍼 이다. '08년 SKC가 인수한 이래 3년간의 투자성과를 바탕으로 2011년에는 태양광 부문에서의 매출이 가시화 될 것으로 보인다. 2011년 태양광 웨이퍼의 확정된 계약에 의한 예상 매출은 697억 원으로 이는 2010년 전체 매출(반도체 부문 포함) 대비 112% 수준이다. SKC 솔믹스는 작년 삼성전자로부터 185억 원(납기 2011.1~2011.12.31), 신성홀딩스로부터 421억 원(납기 2011.1~2012.12.31)의 태양광 웨이퍼를 수주했으며, 2011년 2월에는 일본 반도체업체로부터 409억 원(납기 2011.4~2012.3.31)의 태양광 웨이퍼를 추가로 수주했다. 삼성전자(19MW), 신성홀딩스(20MW), 일본 업체(21MW 추정)와 공급 계약을 맺음에 따라 SKC 솔믹스의 웨이퍼생산능력 60MW중 대부분을 선 주문 받은 상태라고 할 수 있다. 따라서 SKC 솔믹스는 2011년 말까지 태양광 웨이퍼 생산능력을 2배 늘려 120MW로 확대할 계획이다. 태양광 웨이퍼 부문에서의 공급 계약으로 인한 예상 매출만으로도 2010년 전체 매출을 뛰어넘을 것으로 보인다.

또한 SKC 솔믹스는 미래성장산업인 LED사파이어 웨이퍼 사업 진출을 통해 새로운 성장기반을 마련하고 있다. 연간 약 115만장 규모의 2인치 웨이퍼 가공설비를 구축, 2011년 하반기부터 양산에 들어갈 계획이며, LED용 Susceptor(LED-CVD 공정용 웨이퍼를 지지해주는 핵심부품)와 Tray(에칭공정용 웨이퍼를 지지해주는 부품)도 2011년 2분기 이후부터 매출이 발생할 전망이다.

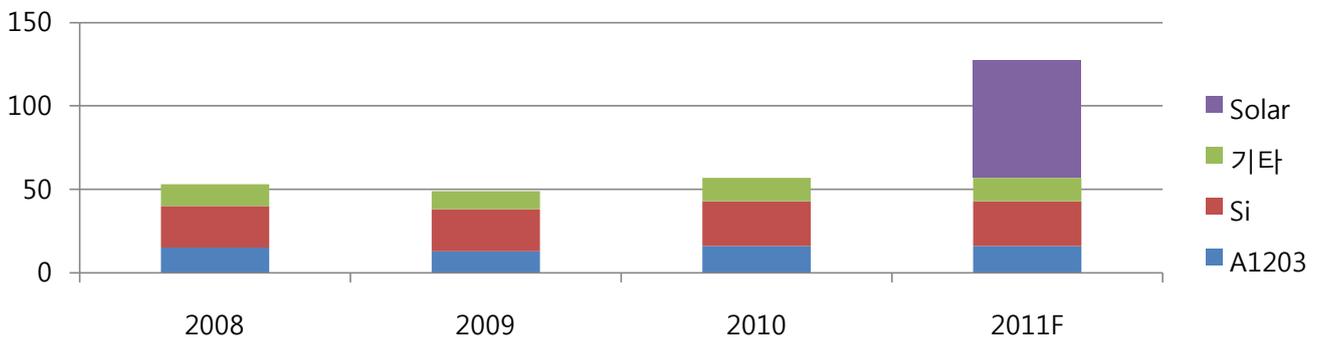
자료 52. SKC 솔믹스의 2010 태양광 웨이퍼 계약 내용

고객사	매출액(억 원)	기간	규모	'10 매출 대비 비중
삼성전자	185억원	1년	19MW	30%
신성홀딩스	421억원	2년	20MW	68%
일본 업체	409억원	1년	21MW	66%
태양광 웨이퍼 2011년 계약 예상 매출 697억원, '10년 전체 매출 대비 112%, Capa 100%				

출처: SKC 솔믹스, SMIC Research Team 4.

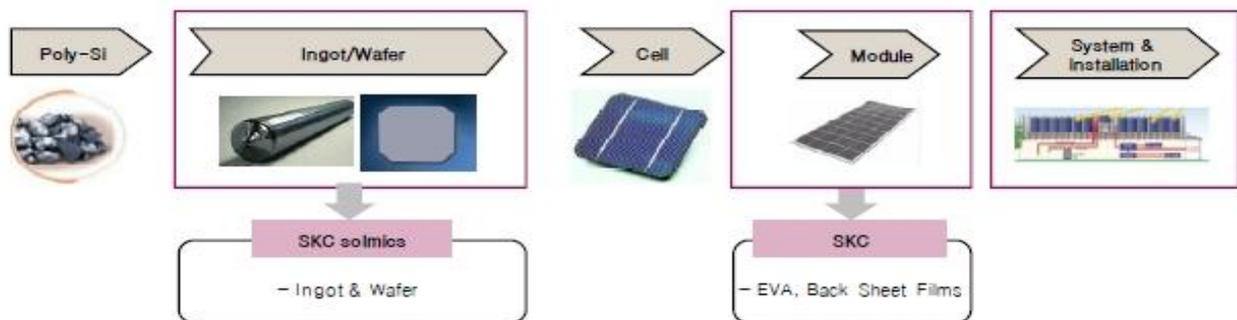
자료 53. SKC 솔믹스 제품별 매출 비중 추이

(단위: 십억 원)



출처: SKC 솔믹스, SMIC Research Team 4.

자료 54. 태양광 산업 벨류 체인



출처: SKC 솔믹스, SMIC Research Team 4.

3.2.3. SKC Kolon PI – 폴리이미드 필름과 함께 간다

SKC Kolon PI는 PI, 폴리이미드 필름을 생산하는 업체이다. SKC Kolon PI는 SKC와 코오롱이 각각 독립적으로 영위하던 폴리이미드 필름 사업에 대한 합작투자로 2008년 6월 설립되었다. 폴리이미드 필름 산업은 IT 기기의 소형-경량화에 따라 FPCB, FCCL, 반도체 공정, 소재, 절연재 등에 핵심소재로 사용되며 지속적으로 성장하고 있다. 또한 LED, 태양광, 자동차, E-Book 등 지속적으로 신규 수요가 창출되고 있는 고부가가치 필름이다.

2010년 이익의 폭발적 증가

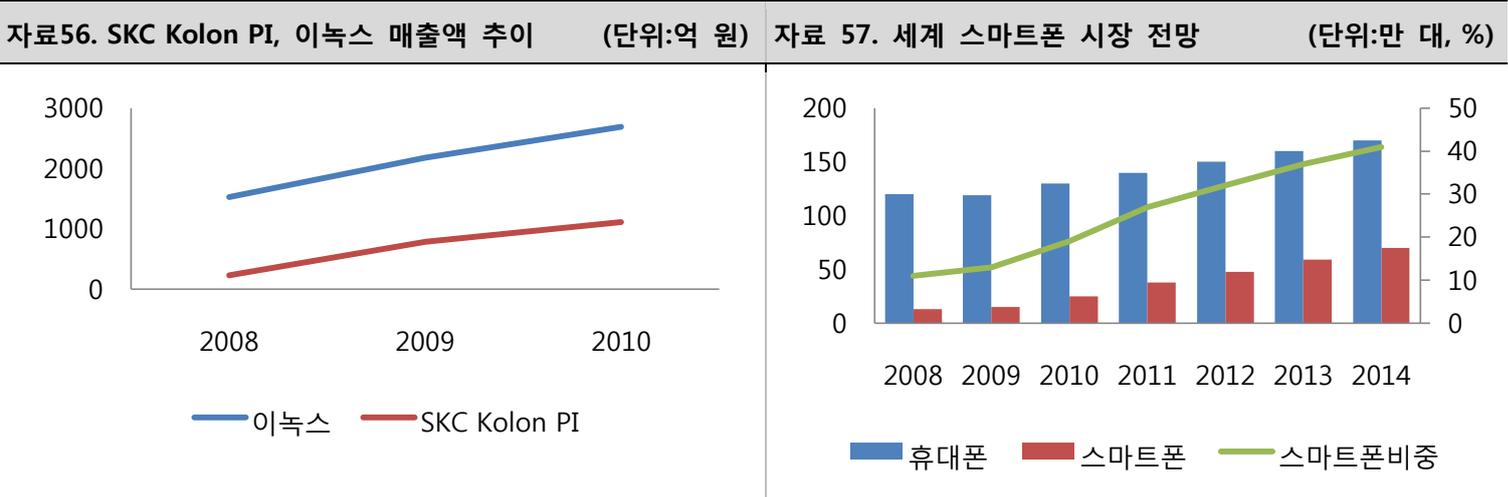
SKC Kolon PI의 순이익은 2010년에 전년 대비 230%, 지분법이익은 200% 증가했다. 이는 필름사업에 오랜 노하우를 지니고 있는 SKC와 코오롱의 본격적인 사업 시너지 효과 때문으로 볼 수 있다. SKC Kolon PI는 세계 폴리이미드 산업에서 Dupont-Teijin-도레이, 가네카에 이어 15%의 점유율을 차지하고 있으며 현재 SKC Kolon PI의 폴리이미드 연간 생산량은 1만5천톤 규모이다. 2010년부터는 1천 억원을 투자해서 2012년 까지 생산량을 2만7천톤 규모로 늘리고 점유율은 25%로 확대될 전망이다.

SKC Kolon PI의 매출은 세계1위 FPCB 소재 업체인 이녹스와 함께 간다

SKC Kolon PI는 이녹스에 폴리이미드 필름을 공급하고, 이녹스는 FPCB 소재(커버레이, FCCL, 보강판, 본딩시트 등)를 만든다. SKC Kolon PI의 매출 중 50%가 이녹스에 대한 공급에서 발생한다. 스마트폰, LED TV 시장의 성장에 따라 FPCB의 수요가 늘고 있고 이에 따라 생산량 기준 세계 1위 업체인 이녹스의 FPCB 소재에 대한 수요도 늘고 있다. 때문에 SKC Kolon의 폴리이미드 필름 매출도 안정적으로 성장할 것으로 보인다.

자료55. PI(폴리이미드)필름: SKC Kolon PI	FCCL(연성회로원판) : 이녹스	FPCB(연성회로기판)
		

출처 : SMIC Research Team 4.



출처 : SKC Kolon PI, 이녹스, SMIC Research Team 4. 출처 :Gartner, Mobile Devices Worldwide,2010.3

Ⅲ. 경쟁 상황 분석

SKC가 영위하고 있는 사업과 제품에 대한 구체적인 경쟁상황, 수급 분석은 앞서 투자 포인트에 언급하였기 때문에 여기서는 최근 상황을 간략하게 요약하여 제시하였다.

수직계열화, Rigid PPG
비중의 상승

화학부문 (PO,PPG)

PO, PPG 부문의 대표적 경쟁사는 KPX 케미칼과 일본 업체들이다. 현재 국내 PPG 시장 점유율은 SKC가 30%, KPX 케미칼이 60%이고 나머지 10%는 일본 업체들이 차지하고 있다. 최근 PPG 시장은 일본산 저가 업체들의 유입으로 경쟁이 심화되고 있었다. 이러한 상황에 맞춰 SKC는 수직계열화에 추진하여 원가 경쟁력을 갖추었고 마진이 높은 Rigid PPG의 비중을 높여가고 있다. 현재는 2011년 3월 일본 대지진으로 일본 업체들의 공급에 차질이 생긴 상태이다.

수직계열화, Rigid PPG
비중의 상승

PV PET, 광학용 PET

PET 부문의 대표적인 경쟁사는 Dupont-Teijin 과 Mitsubishi, Toray 등 일본업체 들이다. SKC는 이들에 이어 생산력 기준 세계 점유율 4위를 차지하고 있다. SKC의 PV PET, 광학용 PET 점유율의 구체적인 수치는 존재하지 않지만 시장 상황에 맞춰 계속해서 설비를 증설하고 있고 수급이 타이트 하다는 점이 가장 중요한 포인트다. PV PET는 2012년 까지 현재 1만톤 규모에서 3만톤으로, 광학용 PET는 2011년 6월까지 3.3만톤에서 5.3만톤으로 늘어날 예정이다.

Dupont-Teijin의 독점 체제를 깨고 세계 2위의 입지를 다지고 있는 SKC

불소 필름

최근 세계 각국 정부의 신재생에너지에 대한 지원에 힘입어 태양광 산업 성장과 더불어 불소필름의 수요가 폭발적으로 증가하고 있다. 불소필름은 Dupont-Teijin이 독점해왔으나 2009년 SKC가 양산에 성공한 이래 현재 1500톤의 생산 규모를 보유하고 있으며 2012년까지 2500톤을 추가로 증설할 계획이다. 이를 통해 SKC는 Dupont-Teijin에 이어

세계 2위의 위치를 견고히 할 예정이다. 2010년 불소필름의 글로벌 규모는 6천톤, 3천 억원에 이른다. 매년 20%이상 성장하고 있어 2015년에는 1만8천톤 규모로 커질 것으로 전망된다.

EVA Sheet

2011년 생산 규모 기준 점유율 20%

태양광 모듈의 수요와 공급이 지속적으로 증가하고 있다. 설사, 태양광 모듈이 과잉 공급 될 것이라는 부정적 전망에 근거하더라도 EVA Sheet만 봤을 때는 수급이 타이트한 상황이다. EVA Sheet의 글로벌 Capa 를 살펴보면, 2010년 기준으로 Bridgestone, Mitsui, STR, Soltia, SKC 가 과점하고 있는 상황이다. 이들의 Capa는 시장 수요에 발 맞춰 2011년, 2012년에도 꾸준히 증가할 예정이다. SKC의 경우 2010년 생산 규모 9천톤으로 전체의 9% 수준이지만 2011년에는 Capa 증설로 20%까지 상승하는 것으로 나타났다.

자료 58. 제품 별 경쟁사 목록

화학부문 (PO,PPG)	KPX 케미칼, 일본 업체 등
PV PET, 광학용 PET	Dupont-Teijin, Mitsubishi, Toray 과점
불소 필름	Dupont-Teijin
EVA Sheet	Bridgestone, Mitsui, STR, Soltia 과점

출처: 사업보고서

IV. Risk & Issue

호남석유화학의 광학용 PET 필름 산업 진출

호남석유화학은 2010년 11월 19일 기능성 소재 신규사업의 일환으로 광학용 PET 필름 산업 진출의사를 밝혔다. 이에 따라 호남석유화학은 2012년까지 2만톤, 2014년까지 추가로 2만톤의 생산 능력을 확보할 예정이다. 호남석유화학의 진출을 살펴봐야 하는 이유는 1) 호남석유화학이 지닌 원재료 단가 비교우위와 2) 경쟁사 증가로 인한 공급 과잉 우려를 들 수 있다. 호남석유화학은 PET 필름의 원재료인 TPA, MEG를 보유하고 있어 원가경쟁력 확보로 시장에 용이하게 진입할 것이고 연간 생산량 2만톤 규모의 공장 설립이 완성되는 2012년에 광학용 PET 필름 공급이 과잉 될 것이라는 시각 때문이다.

평가 대비 낮은 원재료 비중과 타이트한 수급으로 호남석유화학의 진출로 인한 매출 피해는 미미할 것

하지만 1) 실제 TPA, MEG가격이 광학용 PET 필름 평가의 36% 정도로 그리 높지 않은 수준이며, 2) 앞서 투자포인트 1-2 에서 다뤘듯이 2012년에 수요, 201(천톤) 공급은 198(천톤)으로 광학용 PET 필름의 수급이 타이트할 전망이다. 또한 광학용 LCD 필름의 경우 일반 산업용 필름보다 생산이 까다롭기 때문에 진입장벽이 높아서 현재 SKC, 미쓰비시, 코롱인더 등 7개사가 과점하고 있는 상황이다. 따라서 호남석유화학이 계획한 2012년에 모든 인증 과정을 거쳐 시장에 바로 진입하기도 어려울 것이다.

원재료 가격 상승

PET필름 분야에서 2010년 4분기에 이어 2011년 1분기에도 TPA와 EG의 가격은 계속적으로 상승하고 있는 추세이다. 실제 TPA가 PET필름 제조원가의 80% 수준이라는 기사도 있었다. 하지만 TPA및 EG의 비중이 평가 대비 약 36%정도 수준에 그치는 등 사실이 아닌 것으로 밝혀졌다. 또한, 고부가가치 필름으로의 믹스 개선, 매출 증대 등을 통해서 원재료 가격 상승에 따른 부담을 어느 정도 상쇄할 수 있을 것이라고 판단된다.

원재료 가격의 상승은 제품 가격으로 전가됨

또한 SKC에서는 과거와 같이 원재료 가격 상승분의 50~60% 수준을 전가할 것이다. 실제 그 동안은 원재료 상승 이전에 만들어진 재고품의 판매가 이루어졌지만, 최근부터 본격적으로 높아진 원재료 가격 전가의 필요성이 높아지고 있다. SKC에서 원재료 가격을 전가하게 된다면 원재료 가격 상승은 영업이익에 큰 영향을 미치지 못할 것으로 전망할 수 있다.

유가

SKC의 화학사업부의 원재료인 에틸렌, 벤젠, 프로필렌, 그리고 필름사업부 원재료인 TPA, EG는 모두 석유로부터 추출된다. 따라서 유가가 상승하게 되면 SKC의 원재료 가격도 상승 압력을 받게 될 것이다.

정점을 찍고 진정되고 있는 국제 유가

2011년 4월 14일 현재 뉴욕상업거래소 기준 국제유가(WTI)는 배럴당 108.11달러이다. LG경제연구원에서는 2011년 국제유가를 상반기 105.8달러, 하반기 100.7달러로 예상하고 있다. 이는 올해 유가가 현재보다 떨어질 것이라는 전망이다. 삼성경제연구소에서도 2011년 두바이유 기준 국제유가를 상반기 107달러, 하반기 104달러로 예측했는데 이 또한 4월 14일 현재 115.71달러보다 낮은 수치이다. 또한 골드만삭스 에서도 최근 국제유가가 실제 공급과 비교해서 지나치게 올랐다는 전망을 내놓았다.

V. Valuation. – Sum Of Parts

기업가치평가

기업가치는 영업자산가치와 투자자산가치를 구분한 뒤 합산하는 Some of Part 방법을 통해 산정하였다.

영업자산 가치

영업자산의 가치는 EV/EBITDA를 사용하였다. SKC와 BM이 일치하는 기업은 없지만 보통 순수화학업종의 EV/EBITDA 배수는 평균 6을 사용한다. 또한 필름부문은 글로벌 기업의 경우 EV/EBITDA배수를 9~10 정도를 받고 있다. 이에 따라 SKC의 적정 EV/EBITDA 배수를 가중평균하여 8로 산정하였다. 필름 부문의 영업이익이 전체의 60% 가량으로 더 크고 또한 향후 성장 및 매출 비중 증대도 필름부문을 중심으로 이루어지기 때문이다. 이는 현재 SKC의 역사상 최저치가 8임을 생각하면 무리한 수치가 아니라고 판단된다.

영업이익 및 감가상각액: 2011년과 2012년 가중평균

화학부문 영업이익 전망의 경우 앞서 투자포인트에서 설명한 매출액 및 영업이익률 추정과 같이 하였다. 필름부문의 경우 역시 앞서 살펴본 Capa 증설량이 전부 매출에 반영될 것이라 가정하였다. 영업이익률은 특화필름 중에서도 고마진인 태양광용 필름 capa증설이 본격적으로 매출로 나타나는 2012년 소폭 상승할 것으로 전망했다. 감가상각액은 신규 설비 증설을 반영한 2010년과 2011년 추정치를 가중평균하였다. 이를 바탕으로 EBITDA는 3009.6억원으로 전망하였다.

	2011	2012년	2011	2012	2011	2012	평균	평균
	매출액(E)	매출액(E)	영업이익률	영업이익률(E)	영업이익	영업이익(E)	영업이익(E)	감가상각액(E)
화학	9274.7	10202.1	9.0%	9.0%	834.7	918.2	855.6	
필름	6956.9	7652.6	19.00%	20.0%	1321.8	1530.5	1374.0	780
							EBITDA	3009.6
							적용 Multiple	8
							적정 EV	24076.6

투자자산 가치평가

상장회사인 SKC솔믹스는 태양광 산업의 성장이 전망되어 태양광산업 평균 PER인 18을 주었다. 비상장 기업의 경우 올해 2000억원의 매출을 내며 매출이 꾸준히 안정적으로 증대하고 있는 SKC Inc의 경우 장부가의 50%의 프리미엄을 주었다. 또한 SKC 코오롱PI 역시 코오롱 인더스트리와 공동합작한 기업으로 꾸준히 실적을 내고 있으므로 30%의 프리미엄을 주었다. 그 외의 일반 자회사는 장부가치를 적용하였고 최근에 흑자전환한 SK Haas와 SK 텔레시스의 경우는 그간의 부진을 감안해 30%의 디스카운트를 주었다.

지분법 적용 상장 자회사	지분율	장부가액	Multiple 적용치	적정가치
SKC 솔믹스	47.80%	826	PER 18	1720.8
지분법 적용 비상장 자회사	지분율	장부가액	Multiple 적용치	적정가치
SKC Inc	100%	1276	PBR 1.5	1914
SKC 코오롱 PI	50%	825	PBR 1.3	495
SKC Haas	49%	989	PBR 0.7	339.277
SKC 에어가스	80%	98	PBR 1	78.4
SK 증권	7.70%	424	PBR 1	32.648
SK 텔레시스	77.13%	7,595	PBR 0.7	4100.616
시장가치				4580.1

이를 통해 얻어진 기업가치에 현재의 순차입금을 빼면 적정주가 63305원으로 현재 주가 59500원 대비 상승여력 6.4%, Hold를 추천한다.

기업가치 (단위: 억 원, 주, 원)	
영업자산 EV	24355
투자자산	4580
시장가치	
순차입금	6009
적정 시가총액	22926
총 주식수	36215063
적정주가	63305

SKC의 주가는 일본 업체들의 공급 차질로 인한 반사이익에 대한 기대감으로 급격하게 상승했다. Reseach Team 4는 현재의 급격한 주가 상승은 과열된 감이 있다고 판단된다. 뿐만 아니라 최근 3일 사이 14%나 상승했기 때문에 우선은 홀드를 제시한다. 하지만 중요한 것은 SKC 자체의 근본적 변화와 경쟁력이다. SKC는 기존 화학부문의 수익성 개선 및 특화 필름부문으로의 역량 집중을 통해 성장성과 수익성을 동시에 얻으려고 한다. 따라서 이슈의 소멸로 현재의 단기적 과열 심리가 사그러들고 주가가 하락할 경우 절호의 매수 타이밍으로 봐도 무방하다.

APPENDIX

손익계산서				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
매출액	8,433	10,186	12,079	14,633
매출원가	6,969	8,380	10,217	11,546
매출총이익	1,464	1,805	1,862	3,087
판매비	972	1,085	1,117	1,405
임대비	341	335	310	376
광고상각비	31	16	15	14
유형자산상각비	6	2	2	9
연주기발비	65	85	95	227
마케팅비	6	5	5	6
기타 판매비	523	641	690	772
영업이익	492	720	745	1,682
영업외손익	829	-601	-606	-103
이차손익	-350	-457	-446	-354
기타법손익	-53	-297	-366	66
외환손익	-11	81	-5	-2
외환환손익	-11	-11	-7	1
기타 영업외손익	1,153	84	250	186
세전계속사업이익	1,321	119	139	1,580
법인세비용	162	-51	35	273
당기순이익	1,159	170	103	1,306
EPS	3,199	469	285	3,607

원금흐름표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
영업활동 현금흐름	663	661	1,195	2,238
당기순이익	1,159	170	103	1,306
비현금수익비 증가감	236	1,232	1,252	479
광고상각비	802	793	954	627
유형자산상각비	57	21	3	10
외환환손익	-12	6	-7	1
기타법손익	-53	-297	-366	66
기타	-557	708	700	-225
영업활동으로인한 자유재원	-355	-673	-160	453
투자활동 현금흐름	-2,509	-1,913	-14	-1,399
유형자산 투자	2,284	1,043	537	1,739
유형자산 처분	58	27	5	50
유형자산 매각	59	30	44	73
기타법자산 매각	381	887	-497	-375
기타	157	20	66	-12
계무활동 현금흐름	1,806	2,012	-1,859	-892
단기B/D 매각	-1,137	1,473	683	-1,737
장기B/D 매각	1,228	635	-2,436	946
가운매각	-9	0	0	0
배당금 지급	-103	-126	-90	-90
기타	1,627	29	-16	-10
순원금흐름	-41	759	-678	-53
기초원금	114	73	832	154
기말원금	73	832	154	101

대차대조표				
(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
유동자산	2,548	3,400	2,932	3,131
현금 및 현금류	66	829	151	99
매출채권	900	967	1,380	1,534
지고자산	1,105	1,359	1,147	1,160
비유동자산	12,236	16,138	14,930	16,354
무형자산	4,020	6,306	5,372	5,349
유형자산	8,707	10,405	9,960	11,155
유형자산	-691	-690	-530	-264
자산총계	14,784	19,537	17,863	19,485
유동부채	2,914	4,307	5,135	4,140
매입채무	681	696	943	1,300
단기차입금	590	1,817	990	750
유동외국차입금	1,069	1,315	2,865	1,328
비유동부채	5,403	6,438	4,014	5,099
차입	3,686	3,790	1,496	2,092
장기차입금	1,194	1,726	1,583	1,933
부채총계	8,317	10,745	9,149	9,239
자본금	1,811	1,811	1,811	1,811
자본이익금	2,158	2,337	2,340	2,581
이익잉여금	2,383	2,326	2,340	3,558
자본조정	-21	-21	-21	-21
자본총계	6,467	8,792	8,714	10,246

주요투자지표				
	2007	2008	2009	2010
Growth Ratios				
매출액성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA 성장률 %	-24.2%	13.6%	10.9%	36.3%
EBIT 성장률 %	-39.8%	21.2%	-12.6%	86.4%
순이익 성장률 %	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	17.4%	17.7%	15.4%	21.1%
EBITDA margin %	16.0%	15.1%	14.1%	15.8%
EBIT margin %	5.8%	7.1%	6.2%	11.5%
세전이익률 %	15.7%	1.2%	1.1%	10.8%
당기순이익률 %	13.7%	1.7%	0.9%	8.9%
Stability Ratios				
주채비율 %	128.6%	122.2%	105.0%	90.2%
순주채비율 %	100.1%	88.9%	77.4%	58.6%
유동비율 %	87.4%	78.9%	57.1%	75.6%
당좌비율 %	49.5%	47.4%	34.8%	47.6%
이자보상배율	175.9%	146.6%	154.4%	147.7%
Performance Ratios				
ROE %	17.9%	1.9%	1.2%	12.7%
ROA %	7.8%	0.9%	0.6%	6.7%
ROIC %	1.8%	2.3%	2.2%	4.0%
Per Share Ratios				
BPS	17,857	24,277	24,061	28,293
DPS	347	248	248	396

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.